

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku CHERRY TOUR s.r.o.

Valuation of the Company CHERRY TOUR s.r.o.

Student: Bc. Tereza Rybářová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2016

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Tereza Rybiařová**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Téma: Stanovení hodnoty podniku CHERRY TOUR s.r.o.
Valuation of the Company CHERRY TOUR s.r.o.
Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska oceňování podniku
3. Aplikace vybraných metod oceňování na konkrétní podnik
4. Interpretace a zhodnocení výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

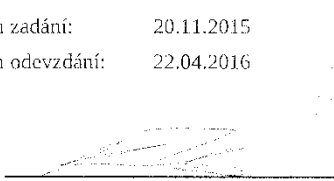
KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed., university ed. Hoboken: Wiley, c2010. 837 s. ISBN 978-0-470-42470-4.

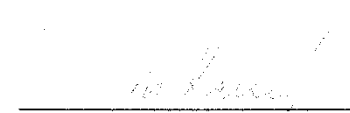
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 22.04.2016

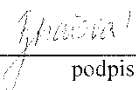

Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1-4, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 22. dubna 2016


_____ podpis

Poděkování

Na tomto místě bych chtěla poděkovat svému vedoucímu práce Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D., za odborné rady a cenné připomínky při vypracování této diplomové práce. Dále bych chtěla poděkovat Ing. Lukáši Třešňákovi, majiteli společnosti CHERRY TOUR s.r.o., za poskytnuté interní informace podniku a za čas, věnovaný konzultacím ohledně této práce. V neposlední řadě děkuji rodině a blízkým, kteří mi byli obrovskou oporou při celém studiu na vysoké škole.

Obsah

1	ÚVOD	5
2	TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	7
2.1	DEFINICE ZÁKLADNÍCH POJMŮ	7
2.2	HODNOTA PODNIKU	8
2.2.1	<i>Tržní hodnota.....</i>	<i>9</i>
2.2.2	<i>Subjektivní hodnota</i>	<i>10</i>
2.2.3	<i>Objektivizovaná hodnota</i>	<i>10</i>
2.2.4	<i>Komplexní přístup na základě Kolínské školy</i>	<i>11</i>
2.3	DŮVODY PRO OCENĚNÍ.....	12
2.4	POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ	13
2.4.1	<i>Sběr vstupních dat</i>	<i>13</i>
2.4.2	<i>Analýza dat</i>	<i>14</i>
2.4.3	<i>Sestavení finančního plánu.....</i>	<i>19</i>
2.4.4	<i>Ocenění podniku.....</i>	<i>20</i>
2.5	FINANČNÍ ANALÝZA	21
2.5.1	<i>Zdroje informací pro finanční analýzu.....</i>	<i>21</i>
2.5.2	<i>Analýza absolutních ukazatelů</i>	<i>22</i>
2.5.3	<i>Analýza poměrových ukazatelů</i>	<i>23</i>
2.5.4	<i>Analýza soustav ukazatelů.....</i>	<i>28</i>
2.6	METODY OCEŇOVÁNÍ.....	30
2.6.1	<i>Výnosové metody</i>	<i>31</i>
2.6.2	<i>Tržní metody</i>	<i>36</i>
2.6.3	<i>Majetkové metody.....</i>	<i>36</i>
3	APLIKACE VYBRANÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ PODNIKU NA KONKRÉTNÍ PODNIK	39
3.1	CHARAKTERISTIKA PODNIKU	39
3.2	PRODUKTY A SLUŽBY PODNIKU	40
3.3	STRATEGICKÁ ANALÝZA	42
3.3.1	<i>Analýza makroprostředí</i>	<i>42</i>
3.3.2	<i>Analýza mikroprostředí</i>	<i>47</i>

3.4	FINANČNÍ ANALÝZA	50
3.4.1	<i>Vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty</i>	50
3.4.2	<i>Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty</i>	53
3.4.3	<i>Analýza poměrových ukazatelů</i>	55
3.4.4	<i>Analýza soustav ukazatelů</i>	59
3.5	SWOT ANALÝZA	62
3.6	FINANČNÍ PLÁN	63
3.6.1	<i>Plánovaný výkaz zisku a ztráty</i>	63
3.6.2	<i>Plánovaná rozvaha</i>	64
3.7	OCENĚNÍ PODNIKU DLE VYBRANÝCH METOD	65
3.7.1	<i>Metoda diskontovaných peněžních toků</i>	66
3.7.2	<i>Metoda kapitalizovaného čistého zisku</i>	69
3.7.3	<i>Účetní hodnota podniku</i>	71
4	INTERPRETACE A ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ	72
5	ZÁVĚR.....	75
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	76
	SEZNAM ZKRATEK.....	79
	PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	
	SEZNAM PŘÍLOH	
	PŘÍLOHY	

1 Úvod

Problematika oceňování podniku má dlouhé kořeny nejen ve světě, ale také v České republice. Oceňování podniku nabylo největšího významu při transformaci české (tehdy ještě československé) ekonomiky z centrální na tržní po pádu komunismu v roce 1989, zejména však při transformaci ve smyslu vlastnických vztahů. Transformace české ekonomiky z centrální na tržní sebou přinesla mnohé problémy. Naše země byla dlouhá léta orientována na východní trhy, které však rozpadem bývalého SSSR ztratila. Byla nucena tak omezit výrobu, strojírenství, těžbu a víceméně vše, díky čemu jsme se dosud řadili mezi vyspělé země. Kvůli tomuto omezení v zemi enormně rostla nezaměstnanost a mnohé podniky byly nuceny ukončit svou činnost.

Po roce 1992, kdy se Československo rozdělilo na Českou a Slovenskou republiku, u nás transformace pokračovala v podobě privatizace, tedy rozprodávání státních podniků a jejich přechod do soukromého vlastnictví. Tehdy se oceňovatelé začali více než o účetní hodnotu podniků zajímat o jejich tržní hodnotu. Většina metod pro stanovování hodnoty podniků u nás doposud není natolik rozvinutá jako v západních zemích (jako je USA, Velká Británie popř. Německo), ačkoliv se v posledních letech situace lepší a různé metody se přizpůsobují pro podmínky českých podniků.

Zatímco tenkrát byla snaha o rozdělování podniků, dnes, o téměř 15 let později, se setkáváme spíše s opačným trendem, a tím je koncentrace kapitálu ve smyslu splývání a slučování podniků. Jedná se o reakci všudypřítomné globalizace, rostoucí konkurence a přehlcení trhů.

Problematika oceňování je nyní významná především v oblasti finančního řízení firem, stejně tak jako stanovení hodnoty podniku se stalo důležitým manažerským nástrojem pro řízení podniku. Je nutné být v této oblasti velmi obezřetný, jelikož oceňování podniku je náročnou činností. Výsledná hodnota může být totiž ovlivněna jak rozsahem, tak kvalitou výchozích údajů. Dalšími faktory jsou také vhodně zvolená metoda pro oceňování a časový horizont, ze kterého vycházíme. Je nezbytně nutné před samotným oceňováním zvážit a vybrat vhodné postupy, dle daných podmínek a předpokladů, abychom předešli nesprávnému zhodnocení a následné interpretaci nesprávných hodnot.

Cílem této diplomové práce je aplikovat teoretické poznatky z oblasti oceňování podniku ke stanovení hodnoty cestovní kanceláře CHERRY TOUR s.r.o. ke dni 1.11.2015 a zhodnotit její finanční zdraví a vývoj v letech 2011-2015.

Práce bude rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část bude sepsána za pomoci literatury uvedené na konci práce, která se bude skládat primárně z knih českých autorů, součástí však bude také zahraniční literatura, internetové zdroje, a zákony, popř. standardy. V této části budou vysvětleny základní pojmy spojené s oceňováním podniku, důvody a postupy ocenění, včetně strategické a finanční analýzy a metody pro stanovení hodnoty podniku.

V praktické části budou aplikovány teoretické poznatky na podnik CHERRY TOUR s.r.o. Výchozím materiálem pro tuto část práce budou účetní výkazy a interní dokumenty společnosti. Bude provedena jak strategická, tak finanční analýza. Nezbytnou součástí je také sestavení finančního plánu společnosti a nakonec bude zjištěna hodnota společnosti na základě vybraných oceňovacích metod.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

V teoretické části této diplomové práce budou nejdříve vysvětleny stěžejní pojmy, jako jsou podnik, podnikatel a podnikání, jejichž znalost a pochopení významu je nezbytné pro porozumění celé práci. Také zde budou objasněny rozdíly mezi jednotlivými typy hodnot, důvody pro oceňování podniku a popsán postup oceňování podniku. V rámci postupu budou vysvětleny principy dílčích metod používaných při strategické analýze podniku, včetně PEST analýzy, Porterovy analýzy 5 konkurenčních sil, SWOT analýzy a benchmarkingu. Další kapitoly se již budou zabývat podrobným teoretickým rozbořem finanční analýzy, finančních ukazatelů, a nakonec budou popsány konkrétní metody pro oceňování podniku.

2.1 Definice základních pojmů

Mezi důležité pojmy v souvislosti s touto prací patří:

Podnikatel

Dle NOZ, platného od 1.1.2014, je podnikatelem ten, kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku.

Za soustavnou činnost je považována činnost, která je vykonávána s vidinou, že bude vykonávána i nadále, nikoliv činnost nahodilá. Samostatností je ve znění zákona myšlen fakt, že osoba provozující podnikatelskou činnost, může mimo jiné rozhodovat o čase a místě výkonu své činnosti a o organizaci práce dle vlastního svobodného uvážení. Také musí finančně zajišťovat chod podnikání a svobodně se rozhodovat o použití zisku z činnosti. Pojem „na vlastní účet“ zde znamená, že podnikatel provádí svou činnost pod vlastním jménem, popř. je-li zapsán do obchodního rejstříku, pak pod názvem firmy a nelze tak podnikat na někoho jiného.

Podnik

Pro vymezení pojmu „podnik“ existuje celá řada výkladů. Podle některých autorů lze podnik definovat např. jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. [15]

Veber (2008) pak popisuje podnik jako uspořádaný soubor prostředků, zdrojů, práv a jiných majetkových hodnot, které slouží podnikateli k provozování podnikatelských aktivit. Podnik také považuje za subjekt, ve kterém dochází k přeměně zdrojů (tzv. vstupů) ve statky (tzv. výstupy). [21]

Podnikání

Podnikání mělo dříve svou definici zakořeněnou přímo v obchodním zákoníku, který byl však zrušen ke dni 1.1.2014. Současný zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích, který částečně nahrazuje zrušený obchodní zákoník, již podnikání ani osobu podnikatele nedefinuje.

Mimoto lze však na podnikání dle Srpové (2010) nahlížet ze tří úhlů: [18]

- **podnikání jako proces** – smyslem podnikání je vytvoření přidané hodnoty, která může nabývat jak finanční, tak nefinanční podoby,
- **podnikání jako přístup** – chápáno ve spojitosti s „podnikavým chováním“, díky kterému lze dosáhnout výše zmiňované přidané hodnoty,
- **podnikání jako hodnotová orientace** – symbolicky bývá tato hodnotová orientace někdy označována jako „podnikatelský duch“, což představuje typickou strukturu hodnot a postojů, která má jak společenský, tak individuální rozměr.

2.2 Hodnota podniku

Dalším stěžejním pojmem pro tuto práci je pojem **hodnota podniku**. V praxi se povětšinou setkáváme s požadavkem, aby byla vyčíslena „objektivní“ hodnota podniku, což je i přes mnohé objektivní vlastnosti podniku, prakticky nemožné. Obecně lze říci, že hodnota určitého statku v ekonomickém pojetí má dvě základní stránky a těmi jsou **užitná hodnota** a **směnná hodnota**.

Užitná hodnota (angl. utility value) je schopnost statku upokojovat lidské potřeby. Každý spotřebitel má však rozdílné požadavky a preference, proto pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota. Jestliže statek disponuje užitnou hodnotou a navíc se vyskytuje pouze v omezeném množství, pak může být předmětem směny. Má pak směnnou hodnotu (angl. value in exchange), která vyjádřená v penězích vede k tržní ceně. [15]

Dle Kašíka (1998) je mj. hodnota podniku výsledkem souboru činností, které označujeme jako oceňování podniku.

Podrobnější definici pak uvádí Mařík (2011, s. 20), podle něhož je *hodnota podniku dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků a věřitel) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value).*

Z výše uvedeného lze odvodit, že při oceňování podniku předpokládáme jeho prakticky neomezené trvání. Veškeré plánování budoucích příjmů lze pouze odhadovat, nikoliv s jistotou určit a vyčíslit. Při oceňování pak hraje nejdůležitější roli samotný výběr nejvěrohodnější prognózy oceňovatele. Znamená to tedy, že hodnota podniku není skutečnost, ale je v podstatě jen určitou vírou v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích. [15]

Existuje několik základních kategorií neboli standardů hodnoty, které plynou z následujících otázek (Mařík, 2011, s. 21):

- *Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce?*
- *Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?*
- *Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou?*

2.2.1 Tržní hodnota

Východiskem stanovení tržní hodnoty je modelování budoucí situace, tzn. vize o okolnostech potenciálního obchodu. Dle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS – International Valuation Standards, 2000, str. 92) je tržní hodnota (angl. market value) definována jako *odhadovaná částka, za kterou by mělo být aktivum nebo závazek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*

Z ekonomického hlediska by tržní hodnota měla být odhadem rovnovážné ceny, tedy ceny dávající do rovnováhy tržní poptávku a nabídku. Hlavním předpokladem je existence trhu, na kterém se střetává více kupujících a zároveň také prodávajících, čímž jsou vytvořeny podmínky pro vznik této ceny.

Tržní hodnota se dá nejen odvodit z trhu, ale lze ji také zjistit za pomoci adekvátních oceňovacích metod, jako je DCF nebo metoda kapitalizovaných výnosů, které

budou podrobněji rozebrány v následujících kapitolách této práce. Tato kategorie hodnoty bývá používána při uvádění podniku na burzu, při slučování, transformaci, ale především při prodeji podniku kupci, který zatím není znám.

V neposlední řadě je důležité zmínit, že tržní hodnota je odpovědí na první z výše uvedených otázek, která zní „Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu?“. [10] [15]

2.2.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní (investiční) hodnota je pojem zavedený především v německé teorii a praxi a slouží pro ocenění z pohledu konkrétního subjektu. S tímto pojmem se však opět můžeme setkat také v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS, 2005, s. 94), kde je označován jako investiční hodnota (angl. investment value) a je definován následovně:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“

Z výše uvedené definice vyplývá, že subjektivní hodnota je dána užtkem majetku pro konkrétního prodávajícího, kupujícího, stávajícího vlastníka apod. Takto pojatá hodnota je odpovědí na otázku: „Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“. Čeští odhadci a znalci si zřídka kdy kladou za cíl investiční hodnotu. Téměř výhradním cílem je hodnota tržní, i když převážná část posudků, které si kladou za cíl právě hodnotu tržní, obsahuje fakticky pouze hodnotu investiční. Na rozdíl od tržní hodnoty v tomto případě konkrétní subjekt např. plánuje proniknutí na nové trhy, nebo je optimističtější nebo naopak pesimističtější než „průměrný investor“ apod. Opakem subjektivní hodnoty může být objektivizovaná hodnota. [15] [16]

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota je odpovědí na otázku: „Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?“. Jak již bylo výše řečeno, hodnota není považována za objektivní vlastnost podniku, proto se u odhadců ustálil pojem „objektivizovaná hodnota“.

Jedná se o hodnotu, která by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a zároveň by měly být při jejím výpočtu dodrženy určité požadavky a zásady. Může být také definovaná jako typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná hodnota stanovená za předpokladu, že podniku bude pokračovat dále ve své činnosti.

Objektivizované ocenění se používá například při poskytování úvěrů a při zjišťování současné bonity podniku. [16] [26]

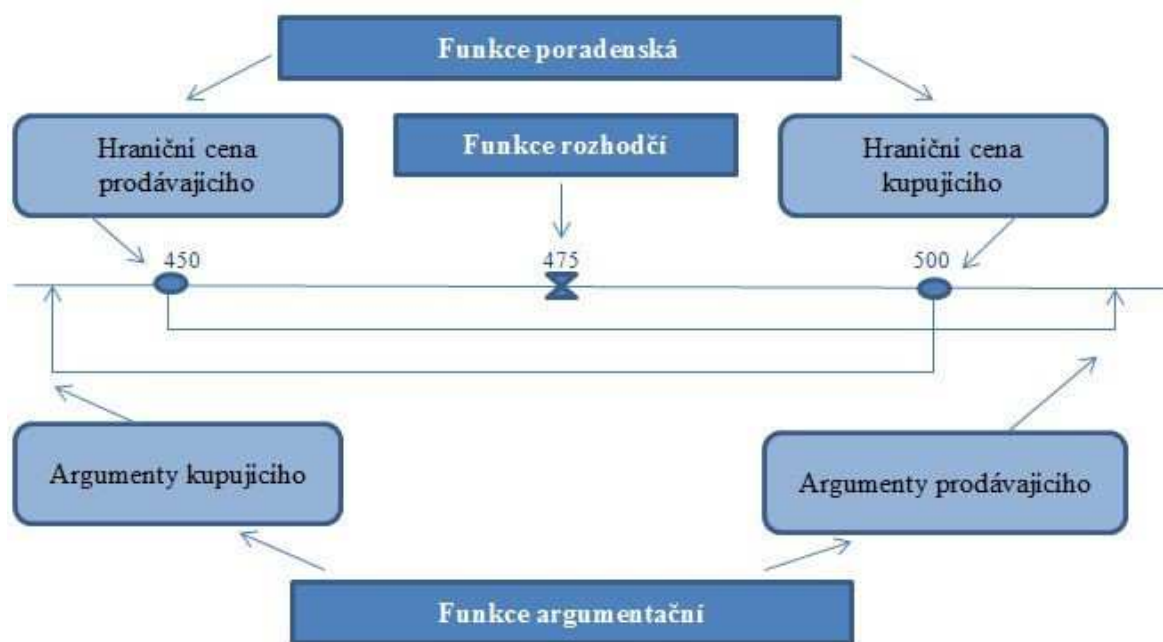
2.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Tzv. Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a je toho názoru, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků (graficky znázorněno na **Obr. 2.1**).

Zde rozeznáváme následující: [16]

- **poradenská funkce** – nejdůležitější funkce tohoto přístupu, kdy smyslem je poskytnout kupujícímu informace o maximální ceně, kterou může ještě zaplatit, aniž by byl ztratný a minimální ceně, kterou může prodávající přijmout, aniž by ten prodělal,
- **rozhodčí funkce** – v tomto případě se jedná o funkci nezávislého oceňovatele, který by měl nejen odhadnout hraniční ceny účastníků dané transakce, ale také nalézt spravedlivou cenu v rámci rozpětí,
- **komunikační funkce** – jedná se o funkci odvozenou, oceňovatel by měl poskytnout podklady pro komunikaci, zejména s bankami a investory,
- **daňová funkce** – jak název funkce napovídá, cílem je poskytnout podklady pro daňové účely,
- **argumentační funkce** – v této funkci oceňovatel hledá a předkládá argumenty, které by mohly zlepšit pozici dané strany.

Obr. 2.1: Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy



Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2011, s. 31)

2.3 Důvody pro ocenění

Existuje celá řada důvodů pro zadání ocenění podniku, nejčastěji se však v literatuře uvádí následující: [2][4]

- koupě a prodej podniku,
- splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodních společností,
- ukončení účasti společníka ve společnosti,
- vklad podniku do nově zakládané společnosti,
- uvádění podniku na burzu,
- dědění společnosti,
- změna právní formy podniku,
- pronájem podniku jako celku nebo jeho části,
- převedení podniku na jiného majitele.

Většina z těchto důvodů je však vyvolána vnějšími okolnostmi a oceňování je proto vynucené. Úspěšní manažeři či samotní majitelé jakéhokoliv podniku by však měli mít zájem o poznání skutečné hodnoty své firmy, jelikož otázka hodnoty společnosti je nejen významným kritériem při taktickém řízení firmy, ale také pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu. Dá se tedy říci, že důvody pro oceňování podniku

lze obecně rozdělit do dvou skupin – ocenění související s vlastnickými změnami a ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám. [2] [4]

Při každém oceňování, by dle Maříka (2011) mělo být jasné dáno, z jakého podnětu vzešlo, k jakému datu má být hodnota vyčíslena, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká úroveň hodnoty má být určena.

2.4 Postup při oceňování

Před zahájením samotného procesu oceňování je vhodné připravit si plán, dle kterého budeme postupovat, a kterého se budeme v průběhu celého procesu držet. Abychom mohli sestavit tento plán, je zcela nezbytné si vyjasnit, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Obecně lze postupovat dle níže sepsaných bodů, které je však potřeba individuálně modifikovat.

1. **Sběr vstupních dat;**
2. **Analýza dat** – strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná;
3. **Sestavení finančního plánu** – je nutné pouze v případě, že bude využita některé z výnosových metod; v opačném případě lze tento krok zcela vypustit;
4. **Ocenění podniku** - výběr metody ocenění, ocenění dle zvolených metod, souhrnné zhodnocení. [15]

2.4.1 Sběr vstupních dat

Pro správné ocenění podniku je nezbytné získat relevantní výchozí data, tedy podklady pro celý proces. Nejdůležitější informací pro oceňovatele je účel ocenění a hledaná kategorie hodnoty. Další informace o hodnocené společnosti lze dle Maříka (2011) rozdělit do následujících skupin:

- **Základní data** – název firmy, právní forma, IČO, předmět podnikání, historie podniku, základní řídicí struktura podniku;
- **Ekonomická data** – účetní výkazy (alespoň za posledních 3-5 let), výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány;
- **Relevantní trh** – vymezení trhu, velikost a vývoj trhu, segmentace trhu;
- **Konkurenční struktura relevantního trhu** – přímá a nepřímá konkurence, možné substituty výrobků či produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví;

- **Odbyt a marketing** – data o odbytu (z hlediska struktury výrobků, odběratelů a územní struktury), informace o nabízených produktech, cenách, reklamě, velikosti a struktuře výdajů na reklamu a marketing, výzkum a vývoj...;
- **Výroba a dodavatelé** – řízení a certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň využívané technologie, využití kapacit, stav dlouhodobého majetku, struktura dodavatelů;
- **Pracovníci** – situace na trhu práce, struktura zaměstnanců, nároky na kvalifikaci zaměstnanců, fluktuace, atmosféra na pracovištích, motivace zaměstnanců, jejich produktivita apod.

2.4.2 Analýza dat

V tomto kroku probíhá zpracování veškerých získaných informací o oceňovaném podniku. Nejdůležitějšími analýzami v tomto bodě bývají strategická a finanční analýza. Finanční analýze bude věnována samostatná kapitola této práce, proto se lze nyní více věnovat popisu strategické analýzy dat.

Cílem strategické analýzy, v souvislosti s oceňováním, je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. Zatímco vnitřní potenciál lze vyjádřit jako souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek, vnější potenciál zahrnuje rizika a šance, které nabízí podnikatelské prostředí (relevantní trh, odvětví), ve kterém se daný podnik pohybuje.

Strategická analýza se tradičně skládá z analýzy vnějšího prostředí, které se dělí na **makroprostředí** a **mikroprostředí**, a z analýzy vnitřního prostředí, tedy z **interní analýzy** firmy. K analýze makroprostředí podniku bývá nejčastěji využívána PEST analýza a její různé modifikace (PESTLE, SLEPT, STEEPLE...). Pro rozbor mikroprostředí je typická Porterova analýza 5 konkurenčních sil a pro interní analýzu podniku je pak vhodný např. benchmarking. Součástí strategické analýzy bývá také SWOT analýza podniku, tedy analýza silných a slabých stránek podniku, jeho příležitostí a hrozeb. Tato metoda v sobě zahrnuje jak interní, tak externí analýzu. [19]

PEST analýza

Název PEST analýzy vznikl jako akronym počátečních písmen různých typů faktorů působících na podnik z vnějšího okolí. Jedná se o faktory, které na podnik

nevyhnutelně působí, nýbrž jej nemusí nutně přímo ovlivňovat. Možnost zvrácení tohoto působení je však ze strany podniku téměř nulová. Úkolem této analýzy je zmapovat tyto faktory, utřídit do jednotlivých kategorií, přizpůsobit procesy podniku jejich působení a umět pružně reagovat na jejich změny. Existuje mnoho modifikací PEST analýzy, kdy jsou ke čtyřem hlavním kategoriím faktorů přidávány další, s ohledem na typ a zaměření podniku. Základními vnějšími faktory jsou: [19][20]

- **Politicko-právní faktory.** Zde se zkoumá existující a potenciální působení politických vlivů na podnik. Je třeba se zde zabývat například stabilitou a vývojem politické situace v zemi, politickými omezeními v podobě daňových zákonů, protimonopolních zákonů, regulace exportu a importu, ochrany životního prostředí a mnoha dalších činností zaměřených na ochranu lidí.
- **Ekonomické faktory.** Ekonomické faktory jsou charakterizovány stavem ekonomiky. Samotná existence podniku a rozhodování vedení je výrazně ovlivněno makroekonomickými veličinami a trendy, jako jsou míra ekonomického růstu, vývoj HDP, úrokové míry či míry inflace, devizového kurzu apod.
- **Sociální a kulturní faktory.** Tato část analýzy se zabývá faktory spojené s kupním chováním spotřebitelů. Údaje potřebné k této části lze najít prostřednictvím Českého statistického úřadu, proto se jedná o nejjednodušeji zpracovatelné faktory. Je vhodné se zaměřit na faktory nejen demografické, etnické a náboženské povahy, ale také té mediální, kdy je možno zkoumat míru a způsob vnímání reklamy a celkového marketingu firmy spotřebiteli.
- **Technické a technologické faktory.** Informace o technických a technologických změnách, které se dějí v okolí podniku, jsou nezbytné k tomu, aby podnik předešel možnému zaostávání za konkurencí, a aby byl schopen prokazovat aktivní inovační činnost. Kromě vlivů nových technologií na podnik lze zkoumat také infrastrukturu, stav rozvoje a zaměření průmyslu, nebo vědu a výzkum.

Jak již bylo řečeno, PEST analýza se mnohdy rozšiřuje o další kategorie faktorů. V poslední době se v běžné praxi s ohledem na trendy jedná zejména o tyto kategorie: [19]

- **Legislativní faktory.** Analýza legislativních faktorů se běžně zahrnuje do analýzy politicko-právních faktorů. Může být však také prováděna samostatně a v tom případě pak řeší vlivy národní, evropské a mezinárodní legislativy na podnik.
- **Ekologické faktory.** Ekologické faktory bývají zase součástí technických a technologických faktorů. Poslední dobou se však na ekologii klade velký důraz, a

proto je lepší tyto faktory vyčlenit samostatně. V této části se analyzují místní, popř. národní či mezinárodní otázky životního prostředí a možnosti jejich řešení.

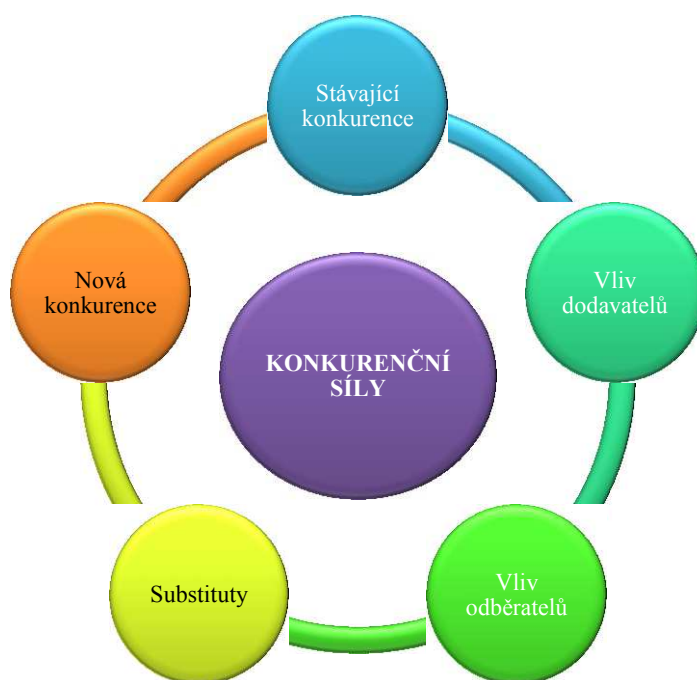
Porterova analýza 5 konkurenčních sil

Porterův pětifaktorový model (někdy také uváděn jako Analýza 5F – Five Forces) je užitečným a velmi často používaným nástrojem analýzy vnějšího okolí podniku, konkrétně mikroprostředí, který klade důraz zejména na konkurenční prostředí podniku. Michael Porter, autor tohoto modelu, identifikoval síly působící na podnik (viz **Obr. 2.2**), představující možné hrozby a příležitosti. Jedná se o následujících pět sil, které budou dále podrobněji popsány tak, jak je ve své publikaci uvádí Keřkovský a Vykypěl (2006):

- **Stávající konkurence.** Jedná se o podniky, které již působí v oboru našeho podnikání a představují tak pro nás podnik hrozbu. Vysoká rivalita mezi podniky na daném trhu může být dána například v případě, kdy se jedná o:
 - velmi málo rostoucí trh,
 - nové, v budoucnu atraktivní odvětví,
 - odvětví, kde existuje velké množství konkurentů,
 - nebo o odvětví, kde bariéry případného odchodu jsou vysoké.
- **Vliv odběratelů.** Touto silou je myšlena schopnost odběratelů ovlivnit výši ceny a poptávaného množství daného výrobku či služby. Zákazník má vůči dodavateli silnou pozici zejména tedy, když:
 - se jedná o velkého (z hlediska poptávky), popřípadě významného (ze společenského hlediska) zákazníka,
 - zákazník může jednoduše přejít ke konkurenci,
 - má zákazník k dispozici potřebné tržní informace,
 - kvalita pro zákazníka nehraje příliš velkou roli, a tudíž nevnímá rozdíly mezi konkurenčními produkty., apod.
- **Vliv dodavatelů.** Vlivem dodavatelů je myšlená vyjednávací síla dodavatelů, která může být v pojetí Porterova modelu vysoká zejména pokud:
 - je firma na trhu velkým (z hlediska nabídky), popř. významným (z hlediska tradice, image) dodavatelem
 - nakupující podnik pro dodavatele není důležitým zákazníkem,
 - zákazník nemá potřebné tržní informace,
 - neexistují snadno dostupné substituty.

- **Nová konkurence.** Jedná se o podniky, které potenciálně mohou vstoupit, popř. již vstupují na náš trh a stávají se tak pro nás hrozbou. Zhodnocení tohoto druhu rizika je velmi složité a lze jej vyčíslit pouze na základě odhadu. Hrozbu vstupu nových konkurentů na trh lze snížit zavedením určitých bariér vstupu na trh. Může se jednat například o situace, kdy:
 - fixní náklady vstupu jsou velmi vysoké,
 - podniky mají významné nákladové výhody (cost advantage),
 - nákladové poměry jsou takové, že existují dobré podmínky pro úspory z rozsahu (economies of scale),
 - je příliš složité napojit se na existující distribuční kanály aj.
- **Substituty.** Poslední silou jsou existující substituty (neboli náhražky). Jednou z možností jak snižovat hrozbu z přejítí zákazníka k substitutům, je přizpůsobování cen konkurenci. Výrazně lepší možností je však snaha o vybudování si dobrého jména na trhu a udržení si stálých zákazníků, kteří budou věrní značce, díky neustálému zvyšování kvality produktů či služeb a jejich vývoji.

Obr. 2.2: Porterův model 5 sil



Zdroj: vlastní zpracování

Porter při formulování konkurenčního modelu však opomenul jeden stejně důležitý faktor, jako jsou substituty, a tím jsou **komplementy**, resp. zboží, které se kupuje současně s jiným zbožím. Jejich vliv by však měl být při analýze rovněž zohledněn.

Benchmarking

Benchmarking, neboli metoda mezipodnikového srovnání, lze použít, jak již bylo dříve řečeno, pro interní analýzu podniku. Hradecký (2008) charakterizuje benchmarking jako *systematické, soustavné srovnávání výrobků, funkcí a procesů vlastního podniku se špičkovými podniky*. Rozlišujeme benchmarking interní, externí a funkční. Interní benchmarking se zabývá porovnáváním ve vlastní firmě, využívá se zejména ve velkých a globálních podnicích, které disponují několika závody či provozy. Externí benchmarking se používá u malých a středních firem, kdy se vlastní podnik porovnává s konkurencí ve stejném oboru působení. Funkční benchmarking pak porovnává výrobky, služby a pracovní postupy vlastního podniku s nejlepšími podniky, bez ohledu na obor podnikání (také bývá označováno jako „best practice“). [4]

SWOT analýza

SWOT analýza je, stejně jako předchozí metody, důležitou součástí strategické analýzy podniku. Zahrnuje totiž jak interní, tak externí analýzu v jednom. Podstatou SWOT analýzy je identifikace faktorů a skutečností, které pro firmu znamenají silné (strong) a slabé stránky (weakness), příležitosti (opportunities) a hrozby (threats). Tyto faktory pak jsou slovně okomentovány, případně obodovány (ohodnoceny) v čtyřech kvadrantech tabulky SWOT. [6]

- **Silné stránky.** Jedná se o interní faktory podniku, na které je potřeba se zaměřit a věnovat jim maximální podporu. Jsou to přednosti firmy, které mohou znamenat konkurenční výhodu, a díky kterým má firma silnou pozici na trhu. Silnými stránkami může být například kvalita výrobků, zkušený management, strategické umístění pobočky společnosti apod.
- **Slabé stránky.** Stejně jako u silných stránek se jedná o interní faktory, tedy ty, nad kterými má podnik kontrolu, a které může sám ovlivnit. Společnost by se měla pokusit o minimalizaci těchto stránek, jelikož brzdí firmu v rozvoji a efektivním výkonu. Příkladem může být vysoká zadluženost, špatná pověst nebo nedostatek kvalifikovaných pracovníků.
- **Příležitosti.** Příležitosti jsou faktory externími, tedy těmi, které na podnik působí, aniž bychom je mohli jakýmkoliv způsobem ovlivnit. Lze se na ně však připravit a následně na jejich působení pružně reagovat. Příležitosti, za předpokladu, že se

vyskytnou, znamenají pro firmu určité výhody oproti konkurenci. Můžou přijít pro představu v podobě rozvoje nových trhů, růstu poptávky či vývoje nových technologií.

- **Hrozby.** Hrozby jsou rovněž faktory externími. Jejich analýza nás nabádá k promyšlení možných problémů, které mohou nastat a nad možnostmi jejich řešení. Jako příklad možné hrozby lze uvést vstup nové konkurence na trh, ztráta výhradního dodavatele nebo zavedení obchodních bariér. [6] [34]

Využití SWOT analýzy je mnohem širší, než jen pro účely analýzy na strategické úrovni. Využívá se také při analýzách zaměřených na problémy taktického a operativního řízení. Rovněž se můžeme setkat s osobní SWOT analýzou, která bývá zaměřena na silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení jednotlivce, ať již se jedná o řádového zaměstnance, či člověka na manažerské pozici. [6]

2.4.3 Sestavení finančního plánu

Jak již bylo řečeno dříve, sestavení finančního plánu je dalším nutným krokem v procesu oceňování pouze v případě, že bude využita některá z výnosových metod. Tento plán se pak skládá z predikce hlavních finančních výkazů, kterými jsou výkaz zisků a ztrát, rozvaha a výkaz peněžních toků neboli „cash flow“.

Pro predikci vývoje těchto tří finančních výkazů je nejprve nutné vytvořit jednotlivé dílčí plány, kterými mohou být například: [15]

- **Plán prodeje**, tak, aby umožňoval odhad budoucích výnosů;
- **Plán produkce** a zároveň navazující odhad budoucích nákladů a provozních výdajů;
- **Plán kapacit**, který se rovněž promítá do plánů investic, pracovního kapitálu, údržby a do plánu odpisů;
- **Plán pracovních sil**, související s plánem kapacit, mající dopad na osobní náklady;
- **Plán budoucích provozních výnosů a nákladů**, který umožňuje sestavit plán provozního výsledku hospodaření, z toho plynoucích daní a podílů na zisku;
- **Plán provozního peněžního toku**, jehož podkladem bude právě plán provozního výsledku hospodaření a složek pracovního kapitálu (tj. pohledávek, zásob a krátkodobých závazků);
- **Plán celkového peněžního toku**, vycházející z plánů investic a provozních peněžních toků;

- A na závěr konečně **plánovaná rozvaha** pro všechny roky zvoleného časového horizontu.

Formalizovaný finanční plán by měl navazovat na dosažené hospodářské výsledky a na skutečnou finanční situaci podniku. V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu. Ten by měl vycházet z poslání, vize, cílů a strategie podniku, a snažit se přispět k jejich uskutečnění tak, aby se naplnily finanční cíle. Pro sestavení plánu neexistují obecně závazné metodické postupy, přesto však jeho tvorba spočívá v systému plánovaných výpočtů, které mají určitá pravidla. Dle Grünwalda a Holečkové (2007, s. 241) by měly:

- *dokumentovat vztah plánovaných údajů k dosažené skutečnosti,*
- *navazovat na perspektivu, kterou podniku připravil dosavadní činnost,*
- *naplňovat zadané strategické cíle a cesty, pokud jde o zdroje užití finančních prostředků,*
- *explicitně vyjadřovat a zdůvodňovat očekávané předpoklady, s nimiž se v plánu počítá*
- *a mít vazbu na dlouhodobé rozpočty.*

2.4.4 Ocenění podniku

V této fázi by oceňovatel měl mít připravené veškeré materiály potřebné k uskutečnění výpočtů oceňování. Ještě před samotným oceňováním je nezbytné zvolit si metodu oceňování. Metod pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada. Volba té správné metody pro daný oceňovaný podnik rozhodujícím způsobem určuje, zda bude naplněn cíl oceňování, či nikoliv. Samotná volba je vždy ovlivněna subjektivním postojem oceňovatele, stejně tak účelem ocenění. Jednotlivé přístupy k oceňování lze v podstatě členit dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. Rozeznáváme tak metody: [2]

- výnosové,
- majetkové,
- komparativní,
- a kombinované.

Jednotlivým metodám bude věnována celá samostatná kapitola, kde budou podrobně rozepsány a vysvětleny.

2.5 Finanční analýza

V procesu oceňování podniku hraje finanční analýza jednu z klíčových rolí a provádíme ji v kroku zvaném „analýza dat“. Úlohou finanční analýzy je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku, neboli v jakém stavu se nachází k okamžiku provádění ocenění a co lze očekávat v budoucnosti. [8]

Finanční analýza plní v různých oblastech svého užití různé funkce. V obecné rovině lze rozlišit 4 základní funkce, které může plnit v průřezu všech oblastí svého užití. Dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015) to jsou:

- **Deskripční funkce.** Díky vypočteným hodnotám ukazatelů rozšiřuje, doplňuje, ale také zjednodušuje charakteristiky jednotlivých procesů v podniku, které poskytuje za minulé období účetnictví.
- **Valuační funkce.** Finanční analýza umožňuje porovnání s jinými, podobnými podniky, s průměrnými hodnotami v oboru, odvětví či národním hospodářství. Také díky ní lze hodnotit jednotlivé stránky, ale i celkovou finanční situaci společnosti.
- **Explanační funkce.** Díky finanční analýze lze mnohdy odhalit příčinné vztahy mezi jevy zobrazenými v účetnictví. Tyto pak pomáhají identifikovat ty faktory, které působily na vývoj výsledného jevu nejvíce, a které nejméně.
- **Predikční funkce.** Prostřednictvím výsledných hodnot, souvislostí a vývojových trendů a díky jejich srovnání s jinými podniky umožňuje finanční analýza predikovat možný další vývoj podniku.

O informace, týkající se finanční stránky podniku má zájem mnoho subjektů, přicházejících do kontaktu s danou společností. Jednotlivé zainteresované subjekty lze rozdělit například podle zdrojů finančních prostředků na vlastníky (investoři), věřitelé (banky), obchodní věřitelé (dodavatelé), nebo podle pravomocí v podniku na vlastníky, management, zaměstnanci, obchodní dodavatelé, banky, investoři a stát. [2]

2.5.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Primární zdrojem dat pro finanční analýzu je účetnictví a účetní výkazy. Pro potřeby finanční analýzy je však potřeba využívat i další, doplňkové zdroje dat, které se různí dle stanovených cílů analýzy. Obecně lze zdroje informací pro finanční analýzu rozdělit do tří skupin:

- **Účetnictví.**
 - *Výkazy finančního účetnictví* (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz peněžních toků, výkaz o změnách ve vlastním kapitálu a příloha k účetním výkazům);
 - *Výkazy, odpočty, kalkulační listy a další dokumenty používané manažerským účetnictvím;*
 - *Výroční zpráva* (povinnost sestavovat výroční zprávu mají dle zákona o účetnictví pouze ty jednotky, které podléhají povinnosti auditu);
 - *Prospekty cenných papírů* (účetní výkazy doplněné o záměrech firmy do budoucna).
- **Ostatní data podnikového informačního systému.**
 - *Statistické výkazy, operativní evidence;*
 - *Vnitřní směrnice;*
 - *Mzdové a navazující předpisy.*
- **Externí data.**
 - *Odborný tisk;*
 - *Statistická ročenka, účelové databáze;*
 - *Údaje prezentované na kapitálovém trhu.* [12]

2.5.2 Analýza absolutních ukazatelů

Základem finanční analýzy jsou absolutní ukazatele, čímž jsou myšlena data obsažená přímo v účetních výkazech. Prvním krokem finanční analýzy je zpravidla posouzení jejich výše, struktury, vývoje a základní porovnání, které je možno provést bez použití matematických postupů. Tento počáteční krok nám pomůže se zorientovat v podmínkách analyzované firmy. Dalším krokem obvykle bývá provedení vertikální (strukturální) a horizontální (trendové) analýzy, které nám umožňují zpřesnit prvotní posouzení absolutních ukazatelů a změřit intenzitu jejich změn. [12]

Vertikální analýza

Vertikální (strukturální) analýza spočívá ve zkoumání objemu jednotlivých položek finančních výkazů ve vztahu k jejich celkovému objemu. Podíly všech dílčích položek na souhrnu vyjadřují složení, neboli právě strukturu, položky souhrnné. Pro vyjádření podílu veličiny na struktuře celkové veličiny se nejčastěji používá procentní vyjádření. Při rozboru rozvahy se jako základ používá bilanční suma (tedy celková výše

aktiv nebo pasiv). Při rozboru výkazu zisku a ztráty pak souhrnnou veličinou můžou být např. celkové tržby. Vzorec pro výpočet je následující:

$$\text{Podíl na celku} = \frac{B_i}{\sum B_i}, \quad (2.1)^1$$

kde B_i je velikost dílčí položky a $\sum B_i$ představuje sumu celkové položky. [12]

Horizontální analýza

Horizontální (trendová) analýza slouží k určení absolutních či relativních meziročních změn jednotlivých položek účetních výkazů. Jak název této analýzy vypovídá, poměřuje se vždy stejný absolutní ukazatel v rámci jednoho řádku ať už rozvahy, nebo výsledovky a následně se zkoumá jeho změna ve dvou či více obdobích. [12]

Absolutní změna znamená, o kolik se hodnotově změnila daná veličina mezi jednotlivými roky a vypočítá se následovně:

$$\text{Absolutní změna} = \text{Ukazatel}_{i+1} - \text{Ukazatel}_i, \quad (2.2)^2$$

kde i je pořadové číslo období (např. roku).

Relativní změna nám pak říká, o kolik procent se jednotlivé položky změnily, oproti roku minulému. Vypočteme ji pomocí vzorce:

$$\text{Relativní změna} = \frac{\text{Ukazatel}_{i+1} - \text{Ukazatel}_i}{\text{Ukazatel}_i} \cdot 100 \quad (2.3)^3$$

2.5.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů představuje tzv. „jádro finanční analýzy“. Zatímco horizontální a vertikální analýza sleduje vývoj jedné veličiny v čase (popř. ve vztahu k jiné veličině), poměrová analýza dává do poměru položky vzájemně mezi sebou. Poměrové ukazatele jsou rozdělené do jednotlivých skupin, přičemž každá skupina je konstruována tak, aby umožnila podrobněji zkoumat jednu ze stránek finančního zdraví podniku. [7]

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability se řadí mezi nejsledovanější ukazatele finanční analýzy. Bývají často také označovány jako ukazatele výnosnosti, jelikož v podstatě informují o

¹ Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 13

² Dluhošová, 2008, s. 70

³ Dluhošová, 2008, s. 70

efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem do společnosti. Všechny ukazatele rentability lze vykládat obdobně, jelikož udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dané veličiny ve jmenovateli zlomku. Skupina ukazatelů rentability obsahuje následující čtyři ukazatele: [22]

- **Rentabilita vlastního kapitálu** (ROE – *Return on Equity*)

Rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje, kolik čistého zisku (EAT) připadá na 1 Kč vlastního kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál} \quad (2.4) \quad ^4$$

- **Rentabilita tržeb** (ROS – *Return on Sales*)

Rentabilita tržeb je důležitá zejména z hlediska efektivnosti podniku a vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na 1 Kč tržeb.

$$ROS = \frac{EAT\ (nebo\ EBIT)}{Tržby\ z\ prodeje\ vlastních\ výrobků\ a\ služeb + Tržby\ z\ prodeje\ zboží} \quad (2.5) \quad ^5$$

- **Rentabilita investovaného kapitálu** (ROCE – *Return on Capital Employed*)

Rentabilita investovaného kapitálu neboli výnosnost dlouhodobého investovaného kapitálu vyjadřuje, kolik provozního hospodářského výsledku před zdaněním dosáhl podnik z 1 Kč investované věřiteli.

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + Rezervy + Dlouhodobé\ závazky + Bankovní\ úvěry\ dlouhodobé} \quad (2.6) \quad ^6$$

- **Rentabilita aktiv** (ROA – *Return on Assets*)

Rentabilita aktiv je považována za klíčový ukazatel rentability. Označuje produkční sílu podniku a poměřuje různé formy zisku s celkovými aktivy vloženými do podnikání bez ohledu na vlastnictví zdrojů, z kterých byla financována.

$$ROA = \frac{EBIT\ (nebo\ EAT)}{Aktiva} \quad (2.7) \quad ^7$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity přináší přehled o tom, jak podnik nakládá a využívá jednotlivé části svého majetku. Rozlišujeme zde dva typy ukazatelů. Prvním z nich je počet obrátů,

⁴ Vochozka, 2011, s. 23

⁵ Vochozka, 2011, s. 23

⁶ Vochozka, 2011, s. 22

⁷ Vochozka, 2011, s. 23

čímž je myšlen počet obrátů dané veličiny za rok. Tento ukazatel by měl dosahovat co nejvyšší možné hodnoty. Druhým je pak doba obratu, tedy za kolik dnů se daná položka přemění na peněžní prostředky. Hodnota tohoto ukazatele by pak měla být co nejnižší. Při analýze aktivity podniku rozlišujeme následující konkrétní ukazatele: [2][22]

- **Obrátka aktiv**

Obrátka aktiv neboli rychlost obratu aktiv vyjadřuje intenzitu využití celkového majetku. Tento ukazatel bývá využíván zejména pro mezipodnikové srovnání.

$$\text{Obrátka aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva celkem}} \quad (2.8)^8$$

- **Doba obratu celkových aktiv**

Doba obratu celkových aktiv se udává ve dnech a udává, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv, tedy majetku, ve vztahu k tržbám. Tento ukazatel je silně ovlivněn obratem fixního a pracovního kapitálu a také dynamikou tržeb.

$$\text{Doba obratu celkových aktiv} = \frac{\text{Celková aktiva} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.9)^9$$

- **Obrátka zásob**

Obrátka zásob nám říká, kolikrát za rok je každá položka zásob prodána a znovu naskladněna. Pokud je tento ukazatel nízký, podnik pak disponuje přebytkovými zásobami, které na sebe zbytečně vážou další prostředky a musí být profinancovány.

$$\text{Obrátka zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} \quad (2.10)^{10}$$

- **Doba obratu zásob**

Jedná se o ukazatel, vyjadřující počet dnů, po které jsou zásoby drženy v podniku do doby jejich prodeje či spotřeby. Jednoduše vyjadřuje počet dnů, za který se zásoba přemění na peněžní prostředky.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.11)^{11}$$

⁸ Dluhošová, 2008, s. 83

⁹ Dluhošová, 2008, s. 83

¹⁰ Vochozka, 2011, s. 25

¹¹ Dluhošová, 2008, s. 83

- **Doba obratu pohledávek**

Doba obratu (neboli splatnosti) pohledávek nám říká, jak dlouhá je průměrná doba mezi vystavením faktury za prodej zboží či služeb a okamžikem uhrazení této faktury zákazníkem. S dobou obratu pohledávek (a také závazků) souvisí **pravidlo solventnosti**, které říká, že doba obratu pohledávek by měla být kratší, než doba obratu závazků.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.12)^{12}$$

- **Doba obratu závazků**

Doba obratu závazků vyjadřuje počet dní, na které prakticky dodavatelé poskytnou společnosti obchodní úvěr, neboli počet dní, za které podnik uhradí své závazky vůči dodavatelům. Ideální stav nastává, když je tato doba vyšší než doba obratu pohledávek (viz popsání pravidla solventnosti), ale zároveň stabilní.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky} \cdot 360}{\text{Tržby}} \quad (2.13)^{13}$$

Ukazatele likvidity

V souvislosti s ukazateli likvidity je nutné rozlišovat mezi pojmy likvidita a likvidnost. Zatímco **likvidita** vyjadřuje schopnost podniku dostát svým závazkům v dané výši a čase, **likvidnost** udává rychlost, jakým je majetek schopen přeměnit se na pohotové peněžní prostředky. Likvidita podniku velmi souvisí s rentabilitou. Podnik by měl být nejen rentabilní, ale musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen dostát svým závazkům. V této kategorii ukazatelů finanční analýzy rozlišujeme tři základní ukazatele: [2][8][22]

- **Běžná likvidita (Current Ratio)**

Jedná se o tzv. likviditu 3. stupně. Ukazatel udává, kolikrát celková aktiva pokryjí krátkodobé závazky podniku. Dle Vochozky (2011) je ideální stav, pokud tento ukazatel dosahuje hodnoty mezi 1,6 – 2,5 a nikdy by neměl klesnout pod hodnotu 1.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (2.14)^{14}$$

¹² Dluhošová, 2008, s. 84

¹³ Dluhošová, 2008, s. 84

¹⁴ Vochozka, 2011, s. 27

- **Pohotov likvidita** (*Quick Asset Ratio*)

Při vyjádření pohotov likvidity se berou v úvahu pouze pohotov prostředky, tedy oběžná aktiva očištěná o zásoby. Doporučen hodnota tohoto ukazatele se u různých autorů liší. Dluhošová (2008) však uvádí doporučenou hodnotu v intervalu od 1,0 – 1,5. V případě, kdy dosahuje hodnoty rovné 1, by podnik měl být schopen dostát svým závazkům, aniž by byl nucen prodat své zásoby.

$$\text{Pohotov likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krtkodob závazky}} \quad (2.15) \quad ^{15}$$

- **Okamžit likvidita** (*Cash Position Ratio*)

Okamžit neboli hotovostí likvidita je poslední z ukazatelů likvidity. Jedná se z krátkodobého hlediska o nejvýznamnější ukazatel, jelikož hodnotí schopnost podniku uhradit své krtkodob závazky v daný okamžik. Ukazatel bývá poměrně nestabilní, měl by však dosahovat hodnoty okolo 0,2.

$$\text{Okamžit likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krtkodob závazky}} \quad (2.16) \quad ^{16}$$

Aby byl podnik dostatečně likvidní, měly by oběžná aktiva převažovat krtkodob závazky. K výpočtu lze použít ukazatel nazvaný **čist pracovní kapitál**, který představuje část oběžného majetku a vypočítá se dle následujícího vzorce:

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krtkodob závazky} \quad (2.17) \quad ^{17}$$

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti lze vnímat jako určité indikátory výše rizika, které podnik podstupuje při dané struktuře vlastního a cizího kapitálu. Finanční struktura by měla pozitivně ovlivňovat rentabilitu podniku a zároveň neohrožovat jeho likviditu. Mezi nejdůležitější ukazatele hodnotící zadluženost podniku patří: [2][12][17]

- **Ukazatel celkové zadluženosti** (*Debt Ratio*)

Ukazatel celkové zadluženosti (jinak také věřitelského rizika) poměřuje hodnotu cizích zdrojů vůči celkovým aktivům a vyjadřuje tak míru věřitelského rizika. S rostoucí hodnotou ukazatele roste také dané riziko. Je nutné podotknout, že zadluženost není

¹⁵ Dluhošová, 2008, s. 80

¹⁶ Vochozka, 2011, s. 27

¹⁷ Dluhošová, 2008, s. 81

negativní vlastností podniku, jelikož není nutné, aby byl podnik financován pouze z vlastních zdrojů.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (2.18)^{18}$$

- **Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (*Debt-Equity Ratio*)**

Výsledná hodnota ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu vypovídá o tom, kolik jednotek cizích zdrojů připadá na jednu jednotku zdrojů vlastních, tj. v jaké míře je vlastní kapitál zadlužen. Je-li hodnota ukazatele vyšší než 1, pak vlastní zdroje nepostačují na úhradu dluhů.

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (2.19)^{19}$$

- **Úrokové krytí (*Interest Coverage*)**

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát zisk převyšuje nákladové úroky. Je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla co nejvyšší. V případě, že hodnota klesne na 1, veškerý zisk podniku bude použit na úhradu nákladových úroků.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} \quad (2.20)^{20}$$

- **Úrokové zatížení**

Ukazatel úrokového zatížení je v podstatě převrácený vztah úrokového krytí. Říká, jak velký podíl mají nákladové úroky na celkovém vyprodukovaném zisku podniku. Hodnota by neměla překročit 1, jelikož poté vyprodukovaný zisk nedostačuje na úhradu úroků.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{Nákladové úroky}}{EBIT} \quad (2.21)^{21}$$

2.5.4 Analýza soustav ukazatelů

Poměrové ukazatele mají samy o sobě sníženou vypovídající schopnost, jelikož vždy hodnotí pouze určitou část fungování podniku. K odstranění tohoto nedostatku byly proto vyvinuty soustavy ukazatelů. Mezi ně patří tzv. bonitní a bankrotní modely, kterých je celá spousta, a které nám dávají ucelenější pohled na celkové finanční zdraví podniku. Pro potřeby této práce budou rozebrány Indexy důvěryhodnosti a Altmanovo Z-skóre.

¹⁸ Dluhošová, 2008, s. 75

¹⁹ Dluhošová, 2008, s. 75

²⁰ Dluhošová, 2008, s. 76

²¹ Dluhošová, 2008, s. 76

Index důvěryhodnosti

Jedná se o bankrotní metodu, která jak název vypovídá, hodnotí možnost úpadku podniku. Indexy důvěryhodnosti byly vyvinuty manželi Inkou a Ivanem Neumaierovými za účelem možnosti vyhodnotit finanční zdraví českých podniků, v českém prostředí. Jejich první index vznikl v roce 1995, byl označován jako IN95 „věřitelský“ a dával odpověď na otázku, zda jsme schopni dostát svým závazkům. Jeho úspěšnost se pohybovala okolo 80%. V roce 1999 jej doplnili o index IN99 „vlastnický“, který byl sestaven tak, aby koreloval s tvorbou ekonomické hodnoty. Úspěšnost IN99 byla však pouze kolem 50%. Roku 2002 zformulovali index IN01, který měl být spojením věřitelského a vlastnického modelu. Jeho úspěšnost stoupla na 74%. Posledním vyvinutým indexem je IN05, z roku 2005. Jedná se o modifikovanou, komplexní variantu s úspěšností větší než 80%. Jeho výpočet se provádí dle následujícího vzorce:

$$\begin{aligned} IN05 = & 0,3 \cdot \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,04 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Nákladové úroky}} + 3,97 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktiva}} + \\ & + 0,21 \cdot \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}} + 0,09 \cdot \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \end{aligned} \quad (2.22) \quad ^{22}$$

Vyhodnocení této metody se pak provádí dle výsledných hodnot následovně: [22]

$IN05 \in <1,6; +\infty)$ *bonitní podnik,*

$IN05 \in (0,9; 1,6)$ *šedá zóna,*

$IN05 \in (-\infty; 0,9>$ *bankrotní podnik.*

Altmanovo Z-skóre

Jedná se o bonitní model, jehož autorem je prof. Edward Altman. Na rozdíl od bankrotních modelů, se bonitní modely snaží o přiřazení určitého hodnocení danému podniku, které by vypovídalo jeho bonitě. Prof. Altman využil k sestrojení své analýzy 5 poměrových ukazatelů. Existuje několik verzí výpočtu Altmanova Z-skóre. Nejdůležitější vzhledem k této diplomové práci jsou:

²² Vochozka, 2011, s. 96

- **Z-skóre pro ekonomiku ČR**

$$\begin{aligned}
 Z = & 1,2 \cdot \frac{\text{Pracovní kapitál}}{\text{Aktiva}} + \\
 & + 1,4 \cdot \frac{\text{Zisk po zdanění} + \text{Nerozdělený zisk minulých let}}{\text{Aktiva}} + 3,3 \cdot \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + \\
 & + 0,6 \cdot \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Cizí zdroje}} + 1,0 \cdot \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} + 1,0 \cdot \frac{\text{Závazky po lhůtě splatnosti}}{\text{Tržby}}
 \end{aligned} \quad (2.23) \quad ^{23}$$

Interpretace výsledků se odvíjí dle následujícího hodnocení: [35]

- $Z > 2,99$ *lze předpovídat uspokojivou finanční situaci,*
 $1,81 < Z < 2,98$ *„šedá zóna“ nevyhraněných výsledků,*
 $Z < 1,8$ *firma je ohrožena vážnými finančními problémy.*

- **Z-skóre pro nevýrobní společnosti**

$$\begin{aligned}
 Z = & 6,56 \cdot \frac{\text{Pracovní kapitál}}{\text{Aktiva}} + \\
 & + 3,26 \cdot \frac{\text{Zisk po zdanění} + \text{Nerozdělený zisk minulých let}}{\text{Aktiva}} + \\
 & + 6,72 \cdot \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + 1,05 \cdot \frac{\text{VK}}{\text{CZ}}
 \end{aligned} \quad (2.24) \quad ^{24}$$

Interpretace výsledků se odvíjí dle následujícího hodnocení: [35]

- $Z > 2,60$ *bezpečná zóna,*
 $1,10 < Z < 2,59$ *„šedá zóna“ nevyhraněných výsledků,*
 $Z < 1,09$ *krizová zóna.*

2.6 Metody oceňování

Pro oceňování podniku byly v ekonomické praxi postupem času vyvinuty mnohé metody. Lze je v podstatě rozdělit do tří základních skupin, a těmi jsou:

- výnosové metody,
- tržní metody,
- majetkové metody.

²³ Wohlmuthová, 2007, s. 17

²⁴ Wohlmuthová, 2007, s. 18

Nejdůležitějším z předpokladů správného ocenění podniku je vymezit účel ocenění, podle nějž pak volíme samotou metodu ocenění. V zásadě žádnou metodu nelze považovat za „správnou“. Hodnota podniku, jak již bylo řečeno v předchozích kapitolách, je subjektivního charakteru, celé oceňování bude tedy vždy ovlivněno samotným oceňovatelem. Pro ověření správnosti užití metody se zpravidla doporučuje použití dvou a více metod, a následné zanalyzování a komparace jednotlivých výsledků. [8]

2.6.1 Výnosové metody

Jednou z možností, jak přistoupit k oceňování podniku, je využití výnosových metod. Hlavním principem je nahlížení na tuto problematiku jako na investici. Hodnota statku je zde tedy určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, v případě podniku se tedy jedná o očekávané výnosy. Dle veličiny, kterou považujeme za výnosy, pak rozlišujeme jednotlivé výnosové metody pro ocenění: [15]

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (korigované), kombinující výnosové a majetkové ocenění.

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků považuje za očekávané výnosy (užitek) podniku peněžní prostředky, tedy reálný příjem. Tato metoda je využívána zejména ve Velké Británii a USA, postupně se však díky globalizaci její využití rozšiřuje do jiných zemí, především kontinentální Evropy. Metoda diskontovaných peněžních toků se vyskytuje v různých variantách, přičemž smyslem všech variant je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu.

Základní variantou je metoda **DCF entity** (angl. Discounted Cash Flow - Entity Approach). Pro správné užití metody DCF entity je nutné výpočet provádět ve dvou po sobě navazujících krocích. Nejdřív se vychází z peněžních toků, které byly k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům podniku. Jejich diskontováním se pak získá hodnota podniku jako celku (označení H_b – hodnota brutto). V druhém kroku metody DCF entity je pak od hodnoty podniku jako celku nutno odečíst hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a tak se získá hodnota vlastního kapitálu (označení H_n – hodnota netto).

Druhou možnou variantou je metoda **DCF equity** (angl. Equity Approach). Tato metoda vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům firmy a jejich diskontováním se získá přímo hodnota vlastního kapitálu (H_n).

Třetí, nejméně používanou variantou, je metoda **DCF APV** (angl. Adjusted Present Value), u které rovněž jako u metody DCF entity výpočet probíhá ve dvou krocích. Stejně jako u první metody se v prvním kroku zjišťuje hodnota podniku jako celku, ale s tím rozdílem, že zde se jedná o výsledek sečtení hodnoty za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se opět od celkové hodnoty podniku odečte hodnota cizího kapitálu a výsledkem bude hodnota netto (H_n). [15]

Pro potřeby této práce budeme pracovat pouze s metodou **DCF entity**, tedy s metodou, která je považována za základní. Výchozími podklady pro výpočet hodnoty podniku pomocí metody DCF entity jsou výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a zdůvodnitelný kompletní finanční plán. Metoda probíhá ve třech stěžejních krocích: [2]

- správné vymezení budoucích peněžních toků,
- stanovení nákladů kapitálu,
- stanovení hodnoty podniku pomocí metody ocenění ve 2 fázích.

Prvním krokem je vymezení dlouhodobého provozně nutného majetku, provozně nutného pracovního kapitálu a následně korigovaný provozní výsledek hospodaření (viz následující tabulka).

Tab. 2.1: Výpočet korigovaného výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z VZZ)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011, s. 174)

Pak je možné vypočítat volný peněžní tok, který zde budeme označovat FCFF (Free Cash Flow to the Firm), což značí peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Schéma pro výpočet FCFF je uvedeno v následující tabulce.

Tab. 2.2: Výpočet volných peněžních toků metodou DCF entity

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	-	Upravená daň z příjmů (= KPVH _D · daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného provozního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	Volný peněžní tok (FCFF)

Zdroj: Vlastní zpracování dle Maříka (2011, s. 170)

Pro dokončení hodnoty 1. fáze ocenění je potřeba vymezit si diskontní míru, která pro potřeby metody DCF entity je na úrovni průměrných nákladů váženého kapitálu – WACC (angl. *Weighted Average Cost of Capital*). [15]

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK} \cdot \frac{VK}{K}, \quad (2.25)^{25}$$

kde n_{CK} jsou náklady cizího kapitálu,

d je sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt,

CK je tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podnikání,

n_{VK} jsou náklady na vlastní kapitál,

VK je tržní hodnota vlastního kapitálu a

K je celková tržní hodnota investovaného kapitálu ($K = VK + CK$).

Způsobů, jak vypočítat **náklady na vlastní kapitál**, je hned několik. Mezi nejznámější patří např. metoda CAMP (angl. *Capital Asset Pricing Model*) nebo **stavebnicová metoda**. Pro účely této práce bude použita metoda stavebnicová, která se vypočte jako součet výnosnosti „bezrizikových“ desetiletých státních dluhopisů a přírážky za riziko.

Náklady na cizí kapitál je pak možné vypočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které má podnik povinnost platit věřitelům. Lze použít vzorec:

$$n_{CK} = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Dlouhodobé úvěry}} \quad (2.26)^{26}$$

Celkovou hodnotu podniku v 1. fázi vypočteme jako součet diskontovaného volného peněžního toku za léta předpokládané existence firmy: [5]

²⁵ Mařík, Maříková, 2005, s. 54

²⁶ Kislingerová, 2010, s. 391

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}, \quad (2.27) \quad ^{27}$$

kde $FCFF_t$ je volné cash flow pro vlastníky a věřitele v roce t ,
 i_k je kalkulovaná úroková míra (v tomto případě na úrovni WACC),
 n je počet let předpokládané existence podniku.

Pokud bychom uplatňovali pouze jednofázovou metodu ocenění, nezbývalo by nám, než vypočítat hodnotu podniku chápanou jako výnosovou hodnotu vlastního jmění a to tak, že bychom od celkové hodnoty podniku odečetly výši dluhů k datu ocenění:

$$H_{VK} = H - D, \quad (2.28) \quad ^{28}$$

kde H_{VK} je hodnota podniku chápaná jako výnosová hodnota VK,
 D jsou dluhy k datu ocenění.

V praxi se však častěji využívá dvoufázová metoda ocenění, která předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Do první fáze, popsané výše, metoda zahrnuje ta období, pro která je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného cash flow na jednotlivé období. Druhá fáze pak zahrnuje časová období od konce první fáze do nekonečna. K výpočtu druhé fáze metody DCF entity se využívá tzv. Gordonův vzorec pro výpočet pokračující hodnoty podniku:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}, \quad (2.29) \quad ^{29}$$

kde PH_T je pokračující hodnota v čase T ,
 T je poslední rok prognózovaného období,
 g je předpokládané tempo růstu cash flow (podmínka je, že je $WACC > g$).

Celková hodnota podniku podle dvoufázové metody se počítá podle souhrnného vzorce:

$$H = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + i_k)^T} \quad (2.30) \quad ^{30}$$

kde T je délka 1. fáze v letech,
a ostatní zkratky viz předchozí vzorce.

²⁷ Kašík, Michalko, 1998, s. 114

²⁸ Kašík, Michalko, 1998, s. 114

²⁹ Kašík, Michalko, 1998, s. 115

³⁰ Kašík, Michalko, 1998, s. 115

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizace zisku neboli čistých výnosů bývá označována za nejjednodušší způsob, jakým lze přímo stanovit hodnotu podniku. Principiálně je odlišná od ostatních výnosových metod a využití nachází zejména u společností, u kterých lze obtížně prognózovat jejich budoucí vývoj. Metoda je založena na minulé výkonnosti podniku, tzv. historické úrovni zisku a rozlišujeme její dvě základní podoby – metodu paušální a analytickou.

Hlavními předpoklady pro stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů jsou: [8]

- důvěrná znalost minulých výsledků firmy (3-5 let zpět),
- princip „going-concern“ neboli předpoklad nekonečně dlouhého trvání firmy,
- investice firem jsou uvažovány do výše odpisů (= prostá reprodukce podniku).

Metoda analytická je obdobou metody DCF s tím rozdílem, že očekávaný výnos z podniku kalkulujeme nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Je považována za složitější z uvedených dvou verzí metod a aplikujeme ji tam, kde paušální metoda nevyhovuje.

Metodu paušální využíváme u stabilizovaných firem, kde se nepředpokládá větší dlouhodobý růst. Teoretický základ metody spočívá v odvození tržní hodnoty podniku od diskontovaného rozdílu výnosů a nákladů, tj. zisku ke dni ocenění. Postup této metody je následující: [8][15]

1. Analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření.
2. Vypočítáme trvale dosažitelný zisk dle vzorce:

$$\text{Trvale dosažitelný zisk} = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i \cdot q_i}{\sum q_i}, \quad (2.31)^{31}$$

kde Z_i je velikost zisku v období i ,

q_i je váha v období i ,

i je počet období.

Pokud používáme plánovaný zisk, je vhodné postupovat tak, že opět plánovanému zisku přidělíme určitou váhu a to dle pravidla – čím vzdálenější časový horizont, tím menší váha.

³¹ Kislingerová, 2001, s. 155

3. Zpracujeme trvalý výhled do budoucnosti a následně zhodnotíme, zda bude podnik trvale schopen dosahovat alespoň stejné úrovně trvalého čistého výnosu jako za minulé období.
4. Určíme kalkulovanou úrokovou míru a očistíme ji o inflaci dle výpočtu uvedeného v tabulce:

Tab. 2.3: Výpočet kalkulované úrokové míry pro paušální metodu

+	Aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění
-	Předpokládaná inflace
+	Riziková přírážka
=	Kalkulovaná úroková míra pro paušální metodu

Zdroj: Vlastní zpracován dle Maříka (2011, s. 273)

5. Určíme výnosovou hodnotu podniku dle vzorce:

$$H_n = \frac{\text{Trvale dosažitelný zisk}}{\text{Kalkulovaná úroková míra}} \quad (2.32)^{32}$$

2.6.2 Tržní metody

Metody, které jsou založeny na analýze trhu, jsou obyčejnému člověku nejbližší. Každodenně se setkáváme se situací, kdy chceme něco koupit a na základě porovnání cen v daném období a dané lokalitě zjišťujeme, za kolik se daná věc prodává. U podniků rozeznáváme dvě základní situace a těmi jsou:

- **přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu** – využíváme u akciových společností, jejichž akcie jsou běžně obchodovány
 - ocenění na základě tržní kapitalizace,
- **ocenění metodou tržního porovnání** – využíváme u akciových společností, jejichž akcie nejsou běžně obchodovány, a u ostatních typů společností
 - ocenění na základě srovnatelných podniků,
 - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
 - ocenění na základě odvětvových multiplikátorů. [15]

2.6.3 Majetkové metody

Majetková hodnota podniku je dle Maříka (2011, s. 20) definována jako „*souhrn individuálně oceněných položek majetku.*“ Po odečtení veškerých dluhů a závazků podniku

³² Mařík, 2011, s. 273

pak dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. V závislosti na typu použitých cen rozlišujeme tři základní majetkové hodnoty a těmi jsou: [8]

- účetní hodnota,
- substanční hodnota,
- likvidační hodnota.

Účetní hodnota

Výhodou ocenění účetní hodnotou je především jednoduché zjištění a průkaznost výchozích hodnot. Tato metoda je postavena na principu historických cen, odpovídáme si tedy na otázku „za kolik byl majetek ve skutečnosti pořízen“. Právě z tohoto důvodu bývá metoda často kritizována, jelikož zejména u dlouhodobého majetku tak dochází ke značné odchylce od ekonomické reality. Oceňování touto metodou bývá pouze doplňkového charakteru a může sloužit jako výchozí informace pro oceňovatele nebo jako základna pro posuzování výsledného ocenění firmy. [8][15]

Výchozím materiálem pro určení hodnoty podniku účetní metodou je rozvaha. Výslednou hodnotu vlastního kapitálu získáme po odečtení účetní hodnoty závazků a dluhů od účetní hodnoty aktiv:

$$\text{Hodnota VK} = \text{Účetní hodnota aktiv} - \text{Účetní hodnota závazků a dluhů} \quad (2.33)^{33}$$

Substanční hodnota

Dle Maříka (1998, s. 89) je „*substanční hodnota podniku základním oceněním založeným na analýze jednotlivých složek majetku a rozumíme jí souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku.*“ Na rozdíl od účetní metody ocenění, u substanční metody používáme reprodukční pořizovací ceny a odpovídáme si tak na otázku „za kolik bychom majetek zakoupili dnes“. V případě, že oceňujeme pouze aktiva daného podniku, výsledkem bude substanční hodnota brutto. Pakliže odečteme od hrubé substanční hodnoty reálné ocenění veškerých závazků podniku, získáme substanční hodnotu netto. [16]

³³ Dluhošová, 2008, s. 152

Likvidační hodnota

Předpokladem pro oceňování podniku metodou likvidační hodnoty je ukončení jeho existence. Likvidační hodnota je v podstatě množství peněz, které bychom získali rozprodáním jednotlivých částí podniku. Tato metoda bývá někdy zařazována mezi výnosové typy ocenění a to z toho důvodu, že přináší peněžní toky, které plynou vlastníkově při prodeji majetku. Likvidační hodnota je dolní hranicí hodnoty podniku. [16]

3 Aplikace vybraných metod oceňování podniku na konkrétní podnik

První částí této kapitoly bude charakteristika oceňovaného podniku a rozebrání poskytovaných produktů a služeb. Následovat bude strategická analýza, jejíž součástí bude analýza makroprostředí prostřednictvím PEST analýzy a analýza mikroprostředí pomocí Porterovy analýzy pěti konkurenčních sil. Dále bude následovat finanční analýza, výpočty poměrových ukazatelů, ale také bankrotních a bonitních modelů. Ke shrnutí dat získaných z předešlých analýz poslouží SWOT analýza. Nakonec bude provedeno ocenění společnosti dle vybraných metod, nastíněných v teoretické části této práce.

3.1 Charakteristika podniku

K aplikaci teoretických východisek do praxe byla použita společnost CHERRY TOUR s.r.o. Jedná se o **cestovní kancelář**, mající oficiální sídlo na adrese Francouzská 1001/76 v Ostravě – Porubě, avšak veškerou činnost provádí z provozovny, umístěné na Zengrově ulici v Ostravě – Vítkovicích.

Obr. 3.1: Logo CHERRY TOUR s.r.o.



Zdroj: [33]

Historie této společnosti sahá do roku 1999, kdy byla panem Ing. Lukášem Třešňákem původně založena obchodní firma rodinného typu, Cestovní agentura CHERRY, za účelem pronájmu karavanů v Chorvatsku. V srpnu roku 2010 se však za účelem poskytování větší záruky a komplexnějších služeb tato cestovní agentura transformovala na cestovní kancelář CHERRY TOUR s.r.o. a změnila se také právní forma podnikání. Cestovní kancelář CHERRY TOUR s.r.o. rovněž vlastní většinový majetkový podíl chorvatské cestovní kanceláře CHERRY d.o.o. se sídlem v Poreči v Chorvatsku, která v souladu s chorvatskou legislativou vytváří nabízené zájezdy.

Strategií společnosti CHERRY TOUR s.r.o. je od počátku jejího fungování zaměřování se především na kvalitu a spokojenost zákazníka, než na kvantitu.

Společnost CHERRY TOUR s.r.o. se řadí svou charakteristikou mezi **malé podniky**, nyní zaměstnává celkem 5 stálých zaměstnanců – vedoucí kanceláře, asistentku

prodeje, marketingovou manažerku, produktového manažera, technického pracovníka a navíc brigádníka na pozici softwarový specialista.

3.2 Produkty a služby podniku

Cestovní kancelář CHERRY TOUR s.r.o. prodává zájezdy do celkem 6 zemí Evropy, kterými jsou Chorvatsko, Itálie, Maďarsko, Francie, Slovinsko a Rakousko. Primárně však nabízí **ubytování v mobilních domech a karavanech v Chorvatsku**, kde má k dispozici vlastní ubytovací kapacity. Zájezdy do ostatních zemí pak nabízí zprostředkovaně jako cestovní agentura.

Co se týče kapacit, vlastněných přímo společností CHERRY TOUR s.r.o., tak společnost v úplných začátcích v roce 1999, tedy na sezónu roku 2000, vlastnila pouze 3 karavany o celkovém počtu 9 lůžek plus přistýlky. V roce 2007 pak disponovala cca 50ti vlastními lůžky. Společnost postupně investovala a rozšiřovala své kapacity, přičemž největší investice proběhla na přelomu roku 2014 a 2015, kdy byly zakoupeny nové mobilní domy v celkové hodnotě 3 200 000 Kč. Nyní, v roce 2016, vlastní 74 kapacit, což je cca 300 lůžek. Vlastní kapacity CHERRY TOUR s.r.o. jsou uvedeny v tabulce 3.1. Společnost do následujících 5 let již neplánuje dále rozšiřovat své kapacity, snažit se nyní bude spíše o jejich lepší využití.

Tab. 3.1: Vlastní kapacity CHERRY TOUR s.r.o.

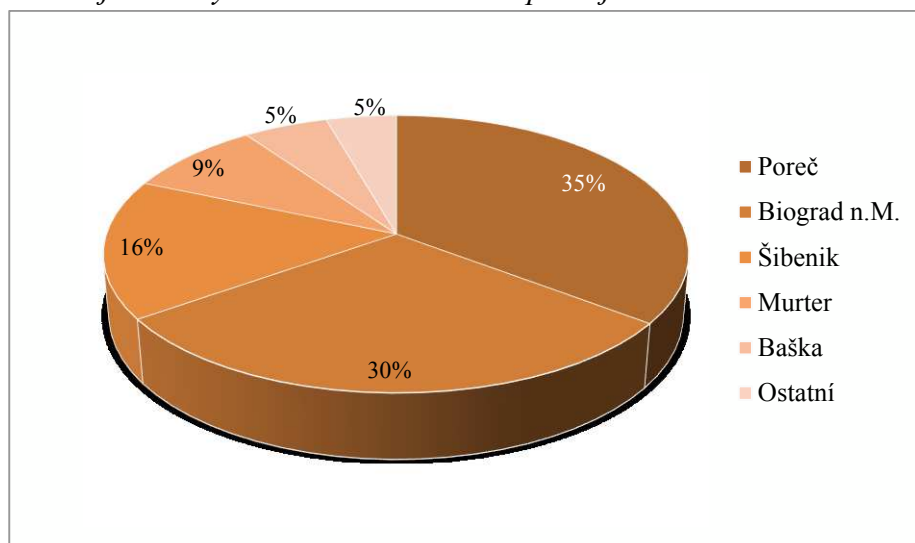
Oblast	Počet mobilních domů	Počet karavanů
Poreč	10	17
Biograd na Moru	20	-
Šibenik	10	-
Murter	8	-
Baška, Krk	-	5
Makarská	4	-

Zdroj: vlastní zpracování na základě interních informací podniku

Nejprodávanější oblastí v Chorvatsku je přístavní město Poreč, které je obecně největším a nejnavštěvovanějším střediskem cestovního ruchu na jadranském pobřeží. Město Poreč se nachází na severu Chorvatska a CK CHERRY TOUR s.r.o. zde nabízí ubytování jak v mobilních domech, tak karavanech a to ve čtyřhvězdičkovém kempu Bijela Uvala. Druhou příčku, co se podílu oblastí na celkovém prodeji cestovní kanceláře týče, zaujímá město Biograd na Moru. Třetí nejprodávanější oblastí je pak Šibenik. Podíly jednotlivých oblastí na celkovém prodeji se víceméně odvíjí od množství vlastních kapacit

společnosti a meziročně se mění v rámci pár procent. Podíly v roce 2015 jsou uvedeny v následujícím grafu:

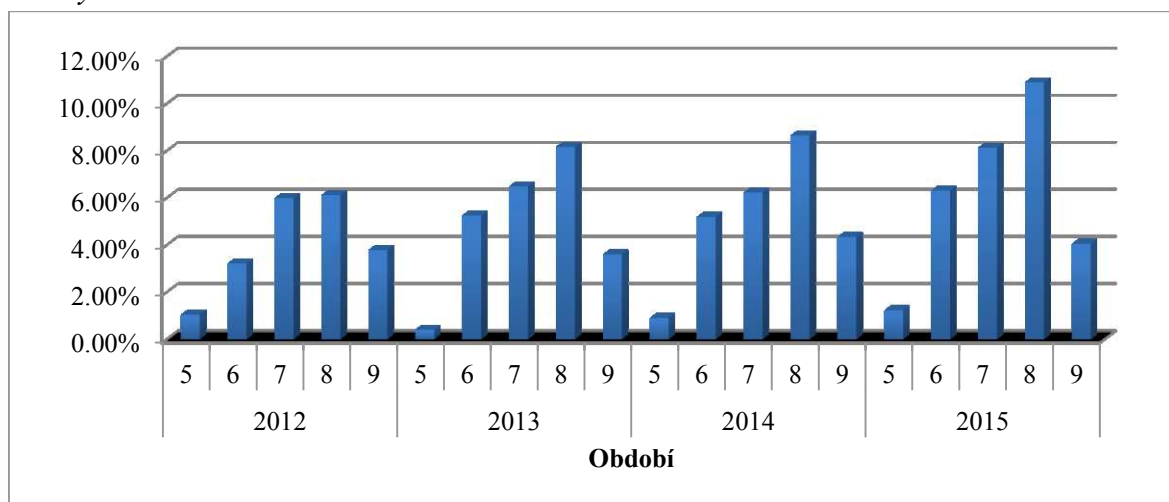
Graf 3.1: Podíl jednotlivých oblastí na celkovém prodeji v roce 2015



Zdroj: vlastní zpracování na základě interních informací podniku

Sezóna cestovní kanceláře CHERRY TOUR s.r.o. začíná každým rokem v květnu a trvá do konce září. Celkový počet prodaných zájezdů se od roku 2012 zvyšuje průměrně meziročně o 15%. Nejvíce zájezdů se každoročně uskuteční v srpnu, červenci a červnu, nejméně pak v květnu. Podrobnější informace pak ukazuje **Graf 3.2**.

Graf 3.2: Celkový počet zájezdů vyjádřený v procentech uskutečněných v měsících hlavní sezóny v letech 2012-2015



Zdroj: vlastní zpracování na základě interních informací podniku

Zájezdy nabízené společností CHERRY TOUR s.r.o. jsou poměrně rozmanité, lze je rozčlenit na:

- **Klasické zájezdy** – zájezdy, na kterých si klienti zorganizují veškerý volný čas sami;
- **Tematické zájezdy:**
 - Baby týden – ozdravný pobyt pro děti a jejich rodiče;
 - Budu fit týden – pobyt s fitness instruktorkou, součástí zájezdu jsou 2-3 cvičební bloky denně jak pro začátečníky, tak pro pokročilé, přednášky a konzultace o zdravém životním stylu;
 - Apalucha týden – zájezd pro tatínky s dětmi inspirovaný filmem „S tebou mě baví svět“;
- **Seniorské zájezdy** – zájezdy pořádané pro klienty ve věku 55 let a více.

Dle výše uvedených typů zájezdů je tedy zřejmé, že cestovní kancelář se nezaměřuje pouze na jeden typ klientů, naopak snaží se mít co nabídnout všem věkovým kategoriím. Jako doplňkovou službu k zájezdům společnost nabízí také možnost pojištění a zakoupení si vakuovaných hotových jídel.

CHERRY TOUR s.r.o. kromě prodeje a zprostředkování zájezdů nově zahájil od ledna roku 2016 provoz penzionu CHERRY. Penzion CHERRY se nachází na Zengrově ulici v Ostravě – Vítkovicích, stejně jako provozovna společnosti. Disponuje jedním dvoulůžkovým pokojem, dvoulůžkovým apartmánem s možností přistýlky a bytem 2+kk s možností přistýlky. Cílovou skupinou jsou zejména podnikatelé, firemní klientela a návštěvníci různých sportovních či kulturních akcí v Ostravě.

3.3 Strategická analýza

Strategická analýza je důležitým krokem, který je nutno provést ještě před samotným oceňováním podniku. V rámci strategické analýzy bude provedena analýza makroprostředí, mikroprostředí a nakonec SWOT analýza, ve které budou shrnuty silné a slabé stránky podniku, příležitosti a potenciální ohrožení.

3.3.1 Analýza makroprostředí

Existuje nespočetně mnoho faktorů, působících na vnější okolí podniku. V podstatě se jedná o prvky, které na podnik působí jednostranně, což znamená, že podnik přímo neovlivňuje, ale nevyhnutelně na něj působí. Úkolem firmy pak je zmapovat tyto faktory, připravit se na jejich působení a vědět, jak pružně reagovat na jejich změny. Ideální metodou pro analýzu makroprostředí je PEST analýza.

Politicko-právní faktory

Politicko-právní faktory jsou jednou z nejdůležitějších oblastí, kterou by měl podnik sledovat. Jedná se zejména o dodržování určitých zákonů a vládních nařízení, které se neustále obměňují, aktualizují a je nutné na ně včas a vhodně reagovat. Mezi tyto faktory lze zahrnout právní normy, vztahující se výlučně k cestovnímu ruchu, jako je:

- Zákon č. 159/1999 Sb., o některých podmínkách podnikání a o výkonu některých činností v oblasti cestovního ruchu.

A dále také právní normy z části zasahující do oblasti cestovního ruchu:

- Zákon č. 89/2012 Sb., nový občanský zákoník;
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví;
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů;
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty;
- Zákon č. 526/1990 Sb., o cenách;
- Zákon č. 329/1999 Sb., o cestovních dokladech a o změně zákona č. 283/1992 Sb., o Policii České republiky, ve znění pozdějších předpisů;
- Zákon č. 101/2000 Sb., o ochraně osobních údajů;
- Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele;
- další právní normy a vyhlášky.

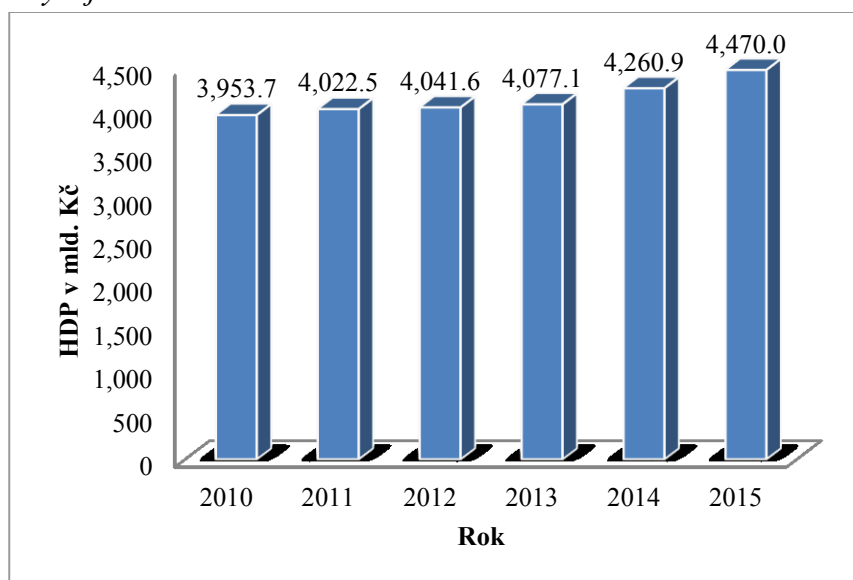
Za největší novinku v podnikání v oblasti cestovního ruchu lze zmínit např. novelu zákona č. 159/1999 Sb., o některých podmínkách podnikání a o výkonu některých činností v oblasti cestovního ruchu, ze dne 29.12.2015. Dle původního znění tohoto zákona byly pojišťovny při úpadku cestovní kanceláře povinné hradit nároky klientů v plné výši. Dle novely zákona však jsou cestovní kancelář a pojišťovna povinny sjednat pojištění tak, aby sjednaný limit pojistného plnění činil minimálně 30% ročních plánovaných tržeb z prodeje zájezdů. Další změnou v novele tohoto zákona je uložení povinnosti cestovním agenturám, aby v případě nabízení zájezdu prostřednictvím webových stránek byla informace o pořádající CK uvedena výrazně na stejné úrovni webové stránky, jako podstatné informace o daném zájezdu. [26] [29]

Ekonomické faktory

Hlavními faktory v rámci ekonomického prostředí bývají makroekonomické veličiny, jako jsou výše HDP a inflace. Pro podmínky cestovní kanceláře je zde možno také přidat obecnou míru nezaměstnanosti a průměrnou měsíční mzdu.

Hrubý domácí produkt (HDP) je celková peněžní hodnota veškerých statků a služeb, vytvořená za dané období v dané zemi. HDP v České republice má za posledních 6 let růstový trend, ačkoliv tomu tak vždy nebylo. V roce 2009, rok po propuknutí Světové krize se HDP v ČR meziročně snížilo o 4,8%. V následujících letech se však firmy začaly z krize pomalu vzpamatovávat a HDP tak začalo postupně růst. Vývoj HDP v ČR v letech 2010-2015 je vyobrazen v **Graf 3.3**. Dle prognózy České národní banky by HDP mělo dále růst, v roce 2016 meziročně o 2,7% a v roce 2017 pak meziročně o 3%.

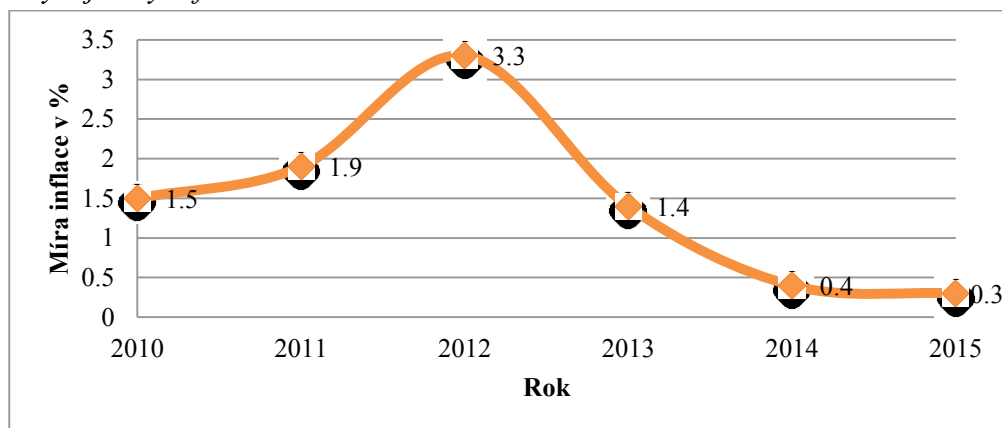
Graf 3.3: Vývoj HDP v letech 2010-2015



Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z www.czso.cz

Velmi důležitou makroekonomickou veličinou, sledovanou v ekonomickém prostředí podniku je inflace. Inflace je definována jako nárůst všeobecné cenové hladiny statků a služeb v ekonomice v daném časovém období. Obecně u ekonomů převládá názor, že u inflace převažují její negativní dopady, kterými jsou například snížení reálné hodnoty peněz a nejistota ohledně budoucího vývoje cen. V České republice je situace ohledně inflace nyní velmi příznivá (její vývoj lze vyčíst z grafu 3.4). V roce 2015 byla míra inflace pouze 0,3% a dle MPSV se její výše v roce 2016 predikuje v intervalu od 0,3 do 1,1%. Pro rok 2017 je pak výhledově spočítán interval od 1 do 2,4% a pro rok 2018 pak 1,5 až 2,5%.

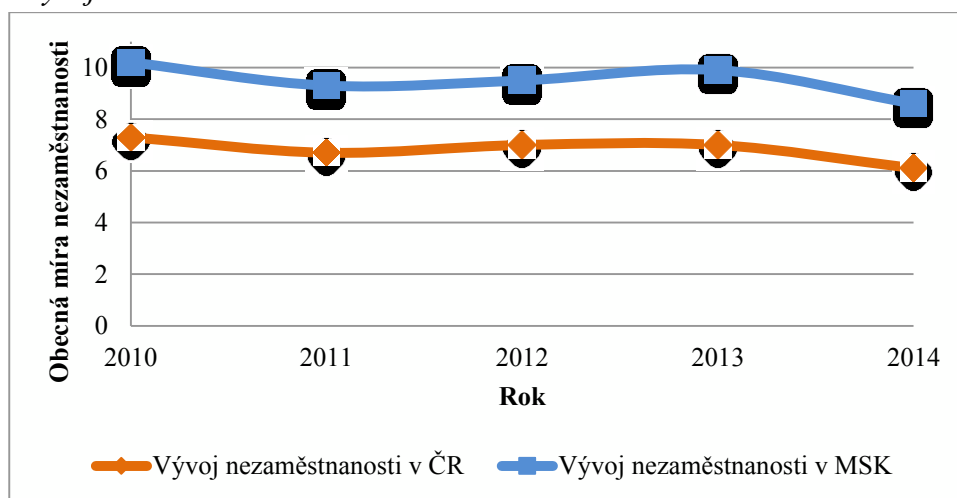
Graf 3.4: Vývoj míry inflace v letech 2010-2015



Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z www.czso.cz

Další ekonomickou veličinou, která nepřímo působí na podnik CHERRY TOUR s.r.o. je obecná míra nezaměstnanosti. Cestovní kancelář nabízí služby, které člověk k životu nutně nepotřebuje a je to spíš otázka určitého luxusu, který si může dopřát. Je proto třeba pozorovat vývoj nezaměstnanosti, a to zejména v oblasti, ve které své služby nabízí. Pro porovnání je uveden **Graf 3.5**, ve kterém je uvedena obecná míra nezaměstnanosti jak v České republice, tak v Moravskoslezském kraji za rok 2010-2014. Jak je vidět z grafu, v Moravskoslezském kraji je ve všech obdobích nezaměstnanost v průměru o 2% vyšší, než je průměr v ČR. Moravskoslezský kraj dlouhodobě patří do první trojky krajů v ČR s největší mírou nezaměstnanosti, spolu s Ústeckým a Olomouckým krajem. Velmi nepříznivý pro Moravskoslezský kraj je také fakt, že v průběhu roku 2016 společnost OKD, která je zároveň největším zaměstnavatelem MSK, plánuje ukončit těžbu na dole Paskov, což znamená propuštění cca 1 300 lidí. [32]

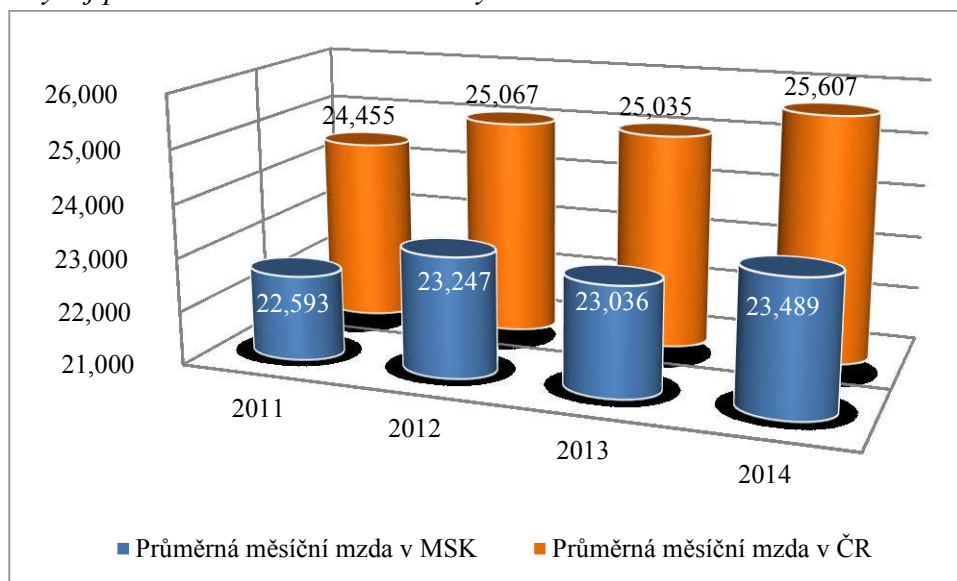
Graf 3.5: Vývoj nezaměstnanosti v letech 2010-2014



Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z www.czso.cz

Spolu s nezaměstnaností jde ruku v ruce další důležitý makroekonomický ukazatel, a tím je průměrná hrubá měsíční mzda. Tak, jako v nezaměstnanosti je na tom MSK podstatně hůř, než je průměrná hodnota v ČR, tak je tomu také právě u průměrné hrubé měsíční mzdy (viz **Graf 3.6**), která je v MSK o cca 2 000 Kč nižší, než je průměr ČR. Tento ukazatel je opět velmi důležitý, o to víc pro fungování cestovní kanceláře, jelikož čím nižší budou mít potenciální zákazníci měsíční příjem, tím méně (nebo vůbec) budou chtít investovat do dovolené, jakožto možnosti trávení volného času.

Graf 3.6: Vývoj průměrné měsíční hrubé mzdy v letech 2011-2014



Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z www.czso.cz

Sociální a kulturní faktory

Mezi faktory sledované v této kategorii – sociální a kulturní – se nejčastěji uvádí demografické údaje, jakými může být celkový počet obyvatel v oblasti, kde společnost nabízí své služby a produkty. Dále v tomto případě může být klíčovým faktorem také počet rodin a faktory, které již byly uvedeny jako ekonomické (průměrná měsíční mzda, nezaměstnanost).

V oblasti cestovního ruchu však s ohledem na aktuální dění ve světě je nutno zmínit také tzv. Evropskou migrační krizi a hrozbu teroristických útoků. Tyhle dva faktory jdou spolu ruku v ruce, a velmi ohrožují podniky, pohybující se s v oblasti cestovního ruchu. Čeští občané jsou bohužel známí tím, že rádi čtou bulvár a jsou snadno ovlivnitelní veřejnoprávními médii. Málokdo čte věrohodné zdroje, což je do jisté míry dáno tím, že je těžké vůbec říct, co jsou věrohodné zdroje. Evropská migrační krize, trvající od počátku

roku 2015 si však pomalu vybírá svou daň, a to například v podobě nižšího zájmu klientů o některé oblasti (Egypt, Řecko, Francie) a s tím související značně snížené ceny zájezdů právě do těchto lokalit. Jedná se o zcela externí faktor, který společnost nemůže nijak ovlivnit, ale přesto na ni nevyhnutelně působí a dá se říci, že až ohrožuje její existenci.

Technické a technologické faktory

V dnešní době rychle se měnícího a vyvíjejícího 21. století je nezbytné věnovat obrovskou pozornost technologickému vývoji a snažit se co nejvíce inovovat. Bezesporu jedním z nejdůležitějších technologických faktorů je v dnešní době internet. Rok od roku se rapidně snižuje počet lidí, kteří vyžadují listování si v nepřehledných katalozích, a naopak přibývá těch, jež upřednostňují výběr dovolené prostřednictvím webových stránek. Co se týče samotných webových stránek, je nutné sledovat trendy a snažit se mít stránky přehledné, moderní, vkusné, ale především jednoduše dohledatelné, tedy mít dobré SEO (optimalizované stránky pro vyhledávače). Spolu s kvalitními webovými stránkami je také důležité udržovat krok a komunikovat s klienty prostřednictvím sociálních sítí (Facebook, Instagram...), které jsou kromě komunikace vhodné také pro tvoření reklamy a zároveň také pro získávání zpětné vazby od klientů.

Kromě technologických faktorů spojených s využíváním internetu je podstatné také modernizovat a investovat do stávajícího majetku, tedy do mobilních domů a karavanů, vlastněné v Chorvatsku. Mnohé moderní technologie mohou přinést nejen přidanou hodnotu pro zákazníky, např. v podobě většího pohodlí, ale také mohou snižovat společnosti celkové náklady podniku.

3.3.2 Analýza mikroprostředí

K analýze mikroprostředí bude použit Porterův model, který identifikuje 5 základních konkurenčních sil působících na podnik a dopady jejich působení. Autor za tyto konkurenční síly považuje stávající konkurenci, potenciální novou konkurenci, vyjednávající vliv odběratel, vyjednávací vliv dodavatelů a substituty. Cílem této analýzy mikroprostředí podniku by mělo být vyhodnocení schopnosti podniku udržet si svou aktuální konkurenční pozici na trhu a následně tak zajistit určitý pevný pilíř pro oceňovatele hodnoty tohoto podniku.

Stávající konkurence

Všeobecně se říká, že je trh přesycený cestovními kancelářemi a agenturami, jinými slovy, že je obrovská konkurence. Pro spotřebitele je tato situace příznivá, jelikož konkurence tak tlačí ceny směrem dolů a zájezdy tak jsou levnější, než tomu bylo dříve. Za přímou konkurenci společnosti CHERRY TOUR s.r.o., co se nabízených lokalit a cen týče, lze považovat dvě cestovní kanceláře, a těmi jsou:

- Cestovní kancelář Ing. Ladislav Jarý – VICTORIA, která má pobočky a prodejní místa v celkem 6ti velkých městech České republiky (včetně Ostravy);
- Cestovní kancelář Vítkovice TOURS s.r.o., která má pobočky a prodejní místa v celkem 7mi velkých městech České republiky (rovněž včetně Ostravy).

CK CHERRY TOUR s.r.o. se řídí primárně dle CK VICOTRIA a snaží se ceny nastavovat na přibližně stejné úrovni, s menším navýšením. Co se týče ostatních, větších cestovních kanceláří, popř. cestovních kanceláří v Evropě, bylo by zcestné je brát za konkurenci, a to vzhledem k nesrovnatelným cenám na trhu.

Potenciální nová konkurence

Provozovat cestovní kancelář, může kdokoliv na základě živnostenského oprávnění, kde dotyčný musí splnit pouze podmínky určené zákonem č. 455/1992 Sb. o živnostenském podnikání ve znění pozdějších předpisů. Odborná způsobilost pro koncesované živnosti je pak stanovena přílohou č. 3 k tomuto zákonu. Hlavní bariérou vstupu do tohoto odvětví může však být právě přesycený trh těmito společnostmi. Dle dat získaných z Českého statistického úřadu byl nejrapidnější růst počtu cestovních kanceláří v České republice do roku 2000. Poté se tempo růstu počtu CK začalo snižovat a od roku 2009 celkový počet začal dokonce klesat. Spotřebitelé jsou navíc s přibývajícím počtem úpadků cestovních kanceláří čím dál více skeptičtí a rozpačití, proto vsází na cestovní kanceláře s určitou historií a s osvědčenými zkušenostmi.

Substituty

Substituty poskytovaných služeb, nabízených společností CHERRY TOUR s.r.o., jsou právě služby poskytované konkurenčními cestovními kancelářemi, uvedenými výše. Obě poskytují ubytování jak v mobilních domech, tak v karavanech, které dohromady tvoří primární nabídku CHERRY TOUR s.r.o.

Dodavatelé

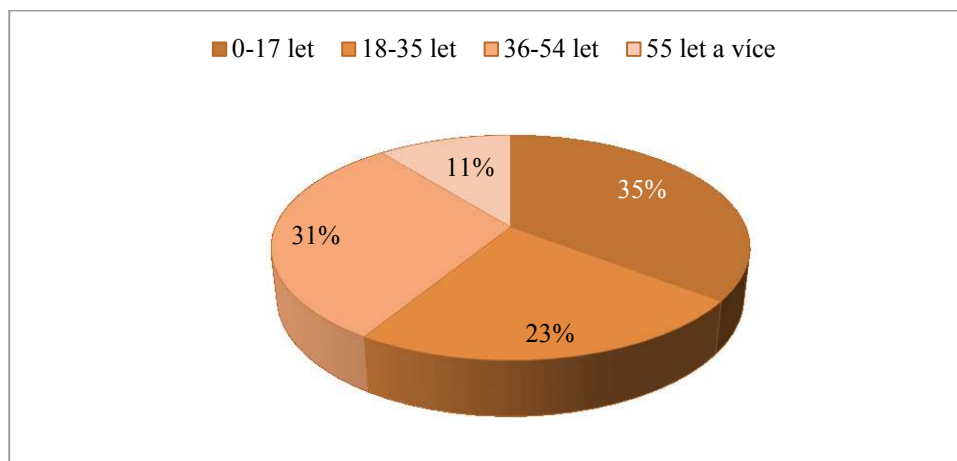
Dodavatelé CK CHERRY TOUR s.r.o. lze rozdělit do dvou skupin. **První skupinu** tvoří jiné cestovní kanceláře, od kterých CHERRY TOUR s.r.o. prodává zájezdy, za které pak obdrží provizi v předem sjednané výši, popř. cestovní agentury, které naopak nabízí zájezdy primárně nabízené CK CHERRY TOUR s.r.o., a ta jim následně musí vyplatit sjednanou provizi v podobě procent z prodeje. Co se týče postavení těchto dvou subjektů, jedná se víceméně o vzájemnou spolupráci, kdy se spolupracující společnosti snaží vždy zcela zaplnit veškeré kapacity v daném termínu.

Druhou skupinou pak jsou majitelé kempů, ve kterých si společnost pronajímá celoročně pozemky, na kterých má umístěné své mobilní domy a karavany. V případě této skupiny dodavatelů se situace na trhu od 90. let zcela změnila. Zatímco dříve byli Chorvaté vůči českým turistům a cestovním kancelářím podstatně vstřícnější, jelikož jsme to byli právě my, kdo jim tam zajišťoval obrovský rozvoj díky cestovnímu ruchu, na konci 90. let se situace začala otáčet. Chorvaté sice zaznamenávali masivní příliv turistů, avšak již nevzrůstající. Právě tento fakt je zřejmě přiměl ke zprísnění podmínek pro podnikání v tomto oboru. Dodavatele v podobě majitelů kempů tedy mají poměrně velký vliv na určování si podmínek a cen pronájmu, avšak díky dlouhodobé spolupráci a známostem se spolupráce dosud vyskytuje na udržitelné úrovni.

Odběratelé

Jak již bylo řečeno výše, odběratelé, v tomto případě se však více hodí pojem klienti, cestovní kanceláře CHERRY TOUR s.r.o. jsou lidé všech věkových kategorií, přičemž nejvíce bývá zastoupená kategorie dětí ve věku do 17 let a dospělých od 36 do 54 let (viz **Graf 3.7**). Nejčetnější skupinu klientů tvoří spokojení zákazníci z minulých let, kteří pravidelně vycestovávají s cestovní kanceláří CHERRY TOUR s.r.o. na dovolené a následně dávají dobré reference svým přátelům a známým. Průměrný meziroční nárůst klientů je ve výši 15%, což vypovídá o dobré pověsti společnosti.

Graf 3.7: Složení klientů CHERRY TOUR s.r.o. dle věku v roce 2015



Zdroj: vlastní zpracování na základě interních informací podniku

3.4 Finanční analýza

Před samotným provedením ocenění podniku je nutné provést samotnou finanční analýzu, jejímž cílem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku.

První částí této kapitoly bude vertikální a horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Jako další bude následovat rozsáhlejší část, a tou bude analýza poměrových ukazatelů, které budou vypočítány dle vzorců uvedených v teoretické části této práce. Jednotlivé ukazatele budou vypočítány pro roky 2011-2015, aby bylo možné zhodnotit jejich vývoj v čase.

Poslední podkapitolou finanční analýzy pak bude analýza soustav ukazatelů, jejíž součástí bude výpočet a vyhodnocení bankrotního modelu – Indexu důvěryhodnosti, ale také výpočet a vyhodnocení bonitního modelu – Altmanova Z-skóre.

3.4.1 Vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty

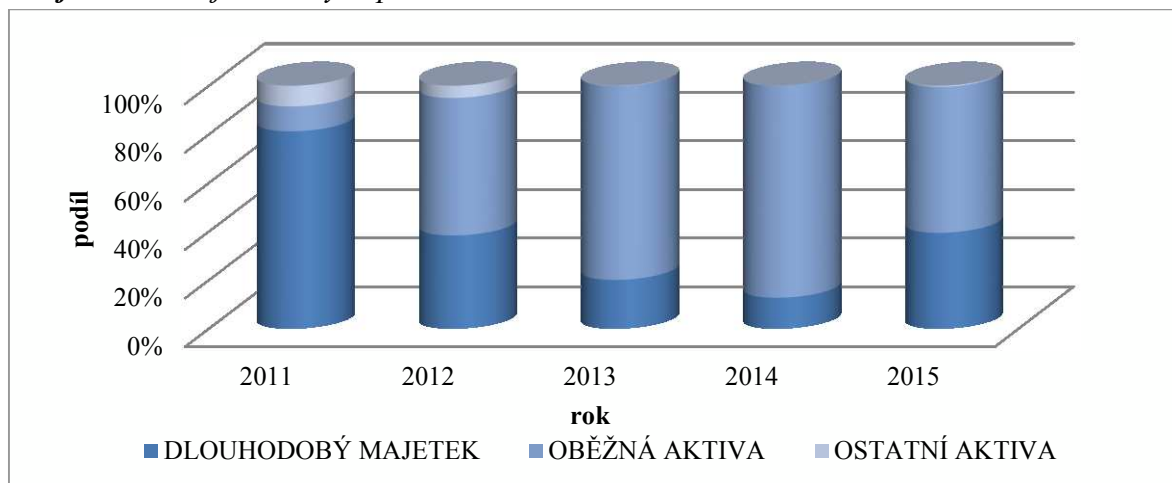
Cílem vertikální analýzy je zachytit vývoj jednotlivých položek účetních výkazů, a to jako podílu vůči jedné zvolené základně. Pro uskutečnění vertikální analýzy je vhodné mít data za více období, proto pro potřeby této práce byla získána data za posledních 5 let, tedy od roku 2011 do roku 2015.

Vertikální analýza aktiv

Pro vertikální analýzu aktiv byla jako základna určena celková výše aktiv. Jednotlivé položky rozvahy se pak vyjadřovaly vzhledem k ní, přičemž výpočty byly

provedeny dle vzorce (2.1). Vývoj struktury aktiv společnosti CHERRY TOUR s.r.o. v letech 2011-2015 je zobrazen v Grafu 3.8, podrobná vertikální analýza je pak zobrazena v Příloze č. 1.

Graf 3.8: Podíl jednotlivých položek na aktivech v letech 2011-2015



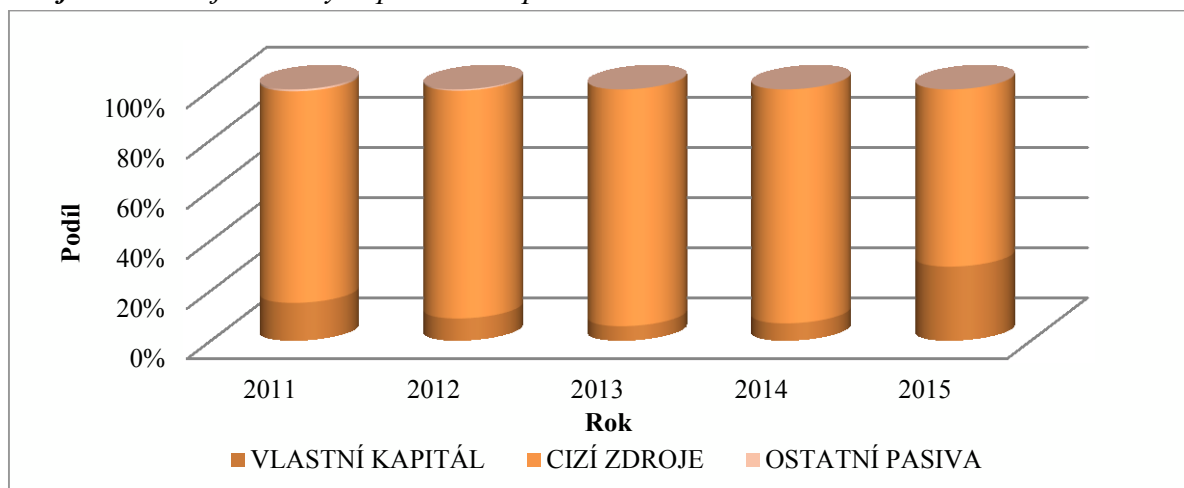
Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu je zřejmé, že poměr dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve sledovaném období výrazně poklesl. Nejdříve se na celkových aktivech podílel 81,2%, přičemž v roce 2014 klesl až na 12,7%. Logicky naopak rostoucí trend vykazovala oběžná aktiva, která v roce 2011 tvořila 10,2% celkových aktiv a nejvyššího čísla dosáhla v roce 2014, kdy se na celkových aktivech podílela 87,2%. Nejmenší podíl na celkových aktivech pak měla ostatní aktiva, tvořená přechodnými účty aktiv. Z dlouhodobého majetku se na celkových aktivech podílel dlouhodobý finanční majetek, což je vlastnický podíl na dceřiné společnosti CHERRY d.o.o. Z oběžných aktiv to pak byly krátkodobé pohledávky.

Vertikální analýza pasiv

Jednotlivé druhy pasiv byly stejně jako u vertikální analýzy aktiv procentuálně vyčísleny jako podíl na souhrnném ukazateli, kterými jsou celková pasiva. Výpočty byly opět provedeny dle vzorce (2.1). Vývoj struktury pasiv společnosti CHERRY TOUR s.r.o. v letech 2011-2015 je zobrazen v Grafu 3.9. Podrobná vertikální analýza je pak zobrazena v Příloze č. 1.

Graf 3.9: Podíl jednotlivých položek na pasivech v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že společnost je z většinového podílu financována cizími zdroji. Vlastní kapitál měl ve sledovaném období klesající charakter, až na rok 2015, kdy se meziročně zvýšil o 22,6% a nyní tvoří téměř 30% celkových pasiv. Graf tedy odráží fakt, že je společnost velmi zadlužena. Cizí zdroje dosáhly v roce 2013 výše až 94,3% a to díky rapidnímu nárůstu dohadných účtu pasivních. Z cizích zdrojů mají největší podíl na celkových pasivech zejména krátkodobé závazky, a to zejména ty z obchodních vztahů. V roce 2011 byla společnost také zadlužena vůči bance, nyní má však téměř všechny dluhy vůči bance splacené, ale naopak ji narostly dlouhodobé závazky vůči společníkům.

U vertikální analýzy je nutno podotknout, že její výsledky mohou zkreslovat reálnou situaci v podniku a to z toho důvodu, že ukazují změny jednotlivých položek vůči absolutní základně, která se však rok co rok mění. Mohlo by se tedy zdát, že společnost CHERRY TOUR s.r.o. například zvýšila základní kapitál, investovaný do společnosti, ale přitom zvýšení vlastního kapitálu dosáhla zvýšením položky hospodářského výsledku z minulých let.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Na rozdíl od vertikální analýzy aktiv a pasiv, kde bylo stanovení základy jasnou volbou, u vertikální analýzy VZZ je situace složitější. Nejčastěji se zde jako základna využívají tržby (jako součet tržeb za prodej zboží a za prodej vlastních výrobků a služeb), popřípadě položka výkony. S ohledem na činnost hodnocené společnosti jsou zde jako vztažná veličina použity celkové výnosy firmy.

Výsledky vertikální analýzy VZZ jsou v jednotlivých souhrnných veličinách relativně kolísavé. Největší kolizi lze pozorovat například u přidané hodnoty, u které prodat o téměř 15% mezi lety 2011-2012, byl následován zvýšením na cca 14%, které si udržel po 2 roky, dokud nepřišel opětovný pokles na necelých 9%. Podrobná vertikální analýza VZZ je zobrazena v Příloze č. 2.

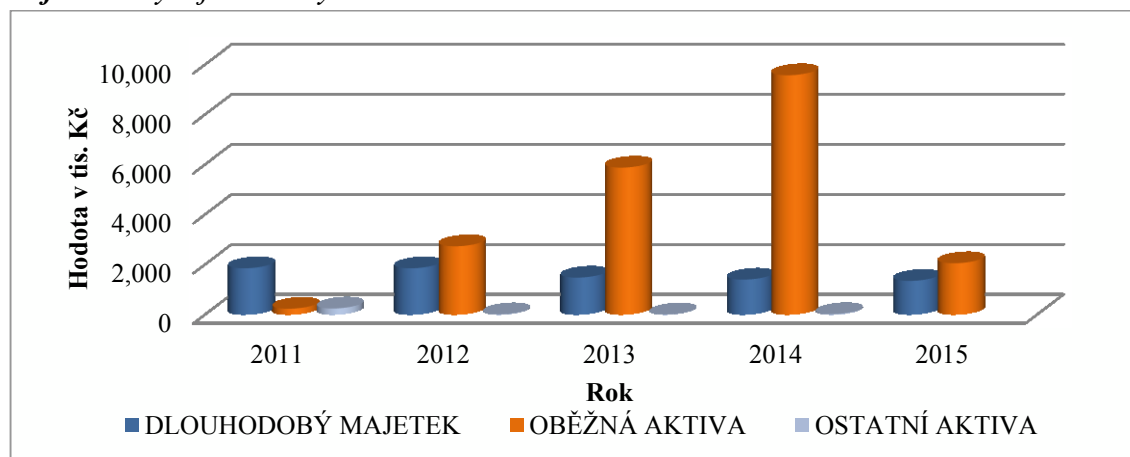
3.4.2 Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza slouží pro zobrazení meziročních změn jednotlivých položek v účetních výkazech. Změny lze zaznamenat jak v absolutním, tak v relativním (procentuálním) vyjádření. Výpočty absolutní změny ukazatelů byly provedeny dle vzorce 2.2, výpočty relativních změn ukazatelů pak dle vzorce 2.3.

Horizontální analýza aktiv

Vývoj jednotlivých položek rozvahy ze strany aktiv lze v podstatě charakterizovat jako obrovský nárůst až do roku 2014 a následný meziroční propad mezi rokem 2014 a 2015 (vývoj struktury aktiv lze vyčíst také z Grafu 3.10). Zatímco celková aktiva byla v roce 2011 (což je rok po vzniku firmy ve formě s.r.o.) ve výši 2 276 tis. Kč, v roce 2013 byla už ve výši 7 358 tis. Kč a v roce 2014 se pak vyšplhala až na 10 973 tis. Kč (meziroční změna 49%). Tohle navýšení vzniklo zejména rapidním navýšením počtu ubytovacích kapacit cestovní kanceláře a připsáním bankovního úvěru na účet společnosti. Dlouhodobý majetek firmy se drží dlouhodobě na stabilní úrovni, což je dáno faktem, že téměř veškerý hmotný majetek, využívaný firmou CHERRY TOUR s.r.o. vlastní její dceřiná společnost v Chorvatsku.

Graf 3.10: Vývoj struktury aktiv v letech 2011-2015



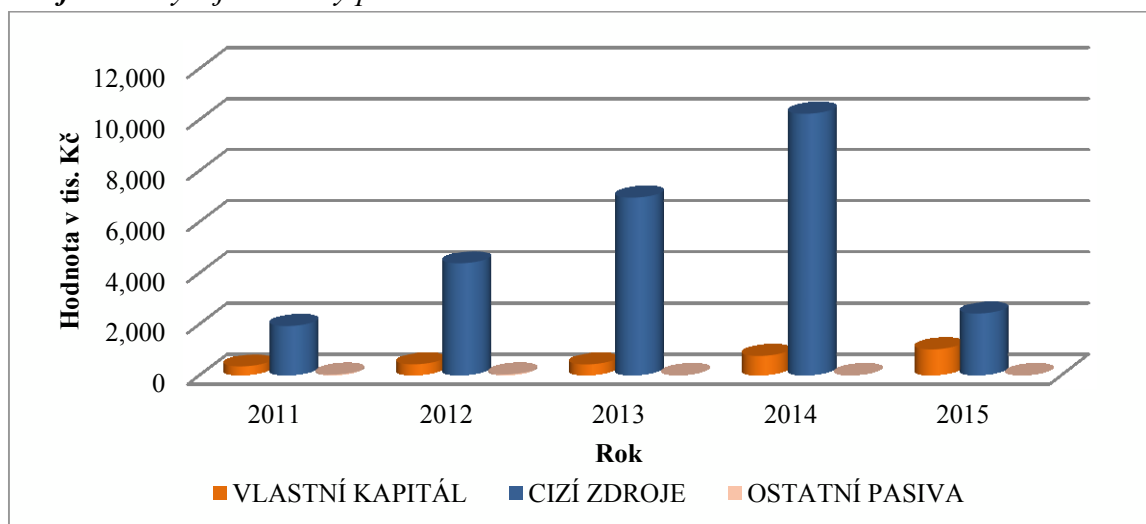
Zdroj: vlastní zpracování

Jak bylo vidět již ve vertikální analýze, největší podíl na celkových aktivech mají oběžná aktiva, jejichž vývoj víceméně kopíruje vývoj celkových aktiv. Nutno dodat, že v posledním roce (2015) nastal velký propad, co se celkových aktiv týče. Tento propad byl dán zejména snížením krátkodobých pohledávek od zákazníků meziročně o 77% (5 795 tis. Kč) a úbytkem peněžních prostředků na účtu o 87% (1 725 Kč), které byly použity na splacení bankovního úvěru. Celá horizontální analýza aktiv je vyčíslena v Příloze č. 3.

Horizontální analýza pasiv

Díky bilančnímu pravidlu rozvahy je zřejmé, že vývoj pasiv lze charakterizovat totožně, jako tomu bylo u horizontální analýzy aktiv (viz Graf 3.11).

Graf 3.11: Vývoj struktury pasiv v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

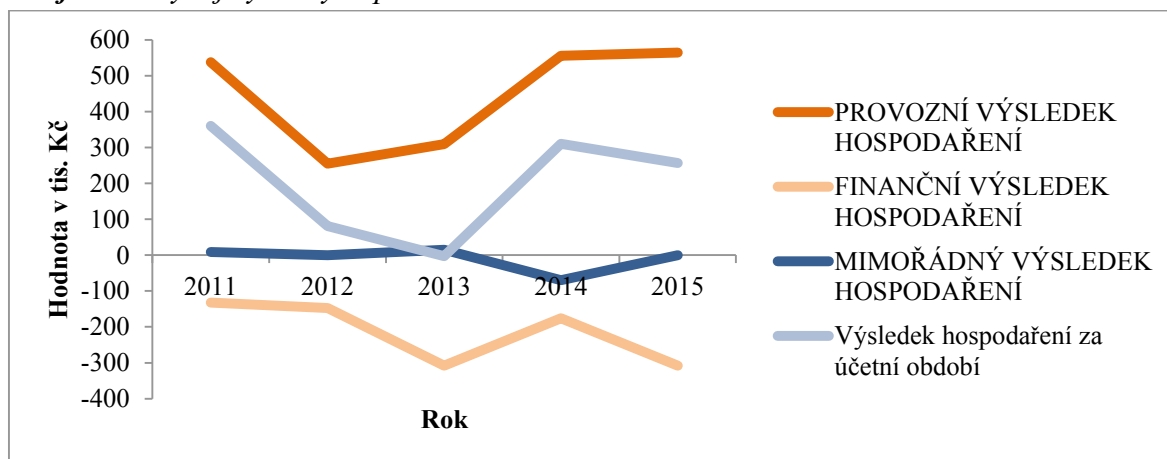
Ať už se jedná o souhrnné položky, jako jsou celková pasiva, vlastní kapitál, cizí zdroje, nebo dílčí položky jako krátkodobé závazky a bankovní úvěry, o všech lze tvrdit, že do roku 2014 měly rostoucí charakter. Relativně největší nárůst byl mezi lety 2011 a 2012, absolutně vyjádřený rozdíl byl však nejvyšší mezi roky 2013 a 2014. Meziročně byl v posledním roce propad celkových pasiv o 69% (stejně jako u celkových aktiv), ale zároveň logicky musel být také pokles u cizích zdrojů – relativně o 76% (absolutně o 7 818 tis. Kč), což dopomohlo k procentuálnímu zvýšení podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech (viz vertikální analýza pasiv). Celá horizontální analýza pasiv je opět vyčíslena v Příloze č. 3.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Vývoj nejvýznamnějších položek výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období vykresluje Graf 3.12, kompletní horizontální analýza je k dispozici v Příloze č. 4.

Když bychom se zaměřili pouze na významné položky, kterými je provozní VH, finanční VH, mimořádný VH a VH za účetní období, lze konstatovat, že první tři sledovaná období, měly všechny, kromě provozního VH, klesající charakter. Přestože lze u provozního VH v roce 2013 pozorovat 21% nárůst, celkový výsledek hospodaření před zdaněním meziročně poklesl o 85%. V následujícím roce se však firmě začalo více dařit, což můžeme dát za následek již zmiňovaným rozšířením ubytovacích kapacit a nabídek zájezdů, a VH před zdaněním vzrostl relativně o 2250%, což absolutně dělá nárůst o 360 tis. Kč. Následující rok se však společnost potýkala se sice vzrůstem provozního VH, ale opětovným poklesem VH před zdaněním, což bylo ovlivněno zejména velkým poklesem hodnoty finančního VH o 75%.

Graf 3.12: Vývoj vybraných položek z VZZ v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

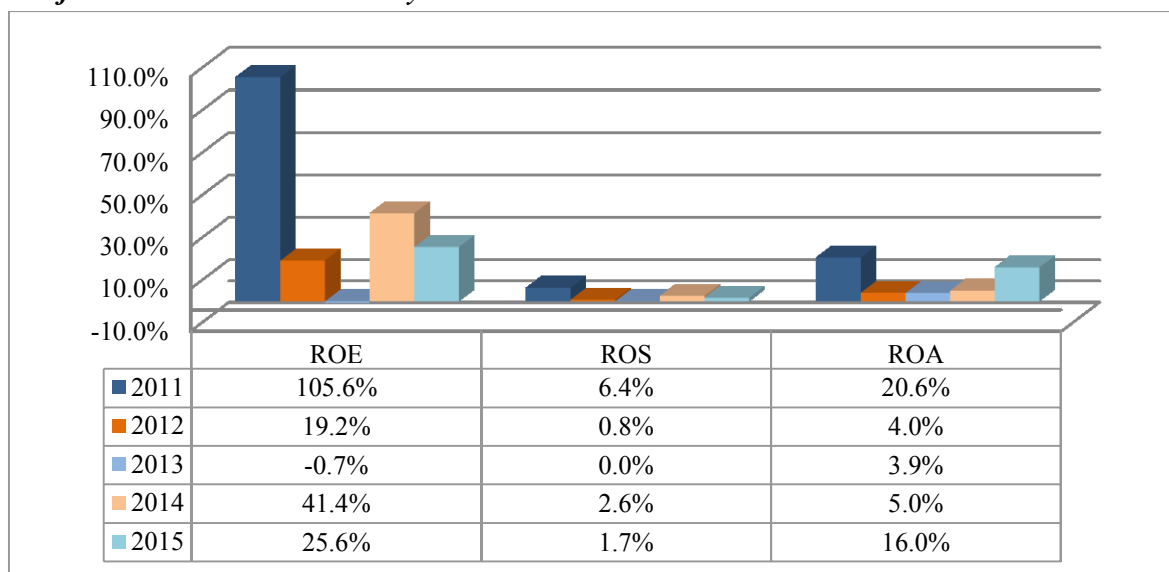
3.4.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této podkapitole finanční analýzy budou aplikovány vybrané vzorce poměrových ukazatelů, uvedené v teoretické části této práce. Pomocí nich bude zhodnocena finanční situace podniku CHERRY TOUR s.r.o. v letech 2011-2015.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou hlavním měřítkem výkonnosti společnosti. V podstatě nám dávají informaci o tom, do jaké míry je podnik schopen za použití investovaných zdrojů dosahovat zisku. Výpočet ukazatelů rentability proběhl pomocí vzorců 2.4, 2.5 a 2.7 a výsledky jsou znázorněny v následujícím grafu. Záměrně byl vynechán ukazatel ROCE, jelikož by jeho vypovídající schopnost byla pro zkoumaný podnik kvůli jednotlivým veličinám ve vzorci zkreslená.

Graf 3.13: Ukazatele rentability v % v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Prvním hodnoceným ukazatelem byla rentabilita vlastního kapitálu (ROE), která v prvním roce hodnocení dosáhla extrémního výsledku 105,6%. Hned v dalších dvou letech můžeme zaznamenat propad, který se dal očekávat, přičemž v roce 2013 lze dokonce vidět ROE v záporných hodnotách. Tento stav je logický, jelikož v tomto roce firma vykazovala záporný výsledek hospodaření. V roce 2014 lze díky zvýšení čistého zisku pozorovat také nárůst rentability vlastního kapitálu na 41,4% a v roce 2015 je pak hodnota ROE 25,6%, což je dá se říci ideální hodnota, kterou by bylo vhodné si udržet.

Ostatní ukazatele rentability se vyvíjely obdobně, avšak rozdíly v po sobě jdoucích obdobích byly nesrovnatelně menší. Na velmi nízké úrovni je dlouhodobě rentabilita tržeb, která se kromě roku 2011 pohybuje okolo 0-3%. Co se týče ideální výše jednotlivých ukazatelů, tak literatury mnohdy buďto neuvádí optimální hodnotu, nebo se zdroj od zdroje různí, nejčastěji však bývá řečeno, že by hodnota ROS měla být minimálně na úrovni 10%. Hodnota ROA, což je klíčovým ukazatelem rentability, vyjadřující

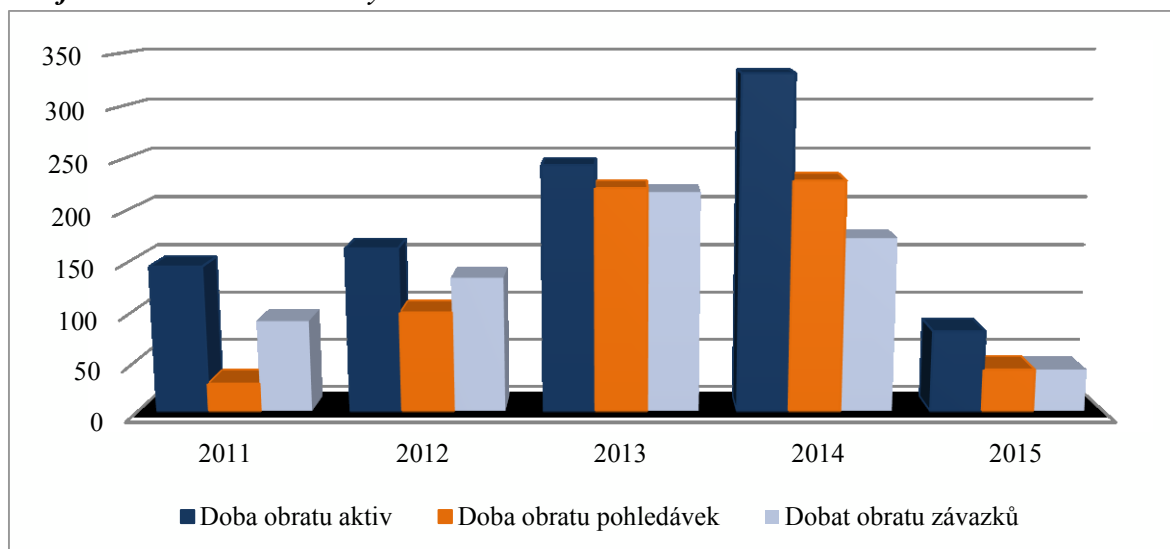
produkční sílu společnosti, by se měl pohybovat nad hranicí 8%, což společnosti CHERRY TOUR s.r.o. splňuje pouze v první a pak až v posledním sledovaném roce.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity neboli obratovosti jsou v podniku měřítkem vázanosti kapitálu v jednotlivých formách aktiv a závazků. V rámci hodnocení aktivity společnosti CHERRY TOUR s.r.o. byly využity pouze poměrové ukazatele v podobě doby obrátů. Jejich výpočet proběhl pomocí vzorců 2.9, 2.12 a 2.13 a výsledky jsou zakresleny v grafu 3.14.

Doby obrátů jednotlivých veličin by měly všeobecně klesat. Tento trend vykazují zmíněné ukazatele až v posledním sledovaném roce. Důležité je zde pozorovat vývoj zejména ukazatele doby obrátu pohledávek a doby obrátu závazků, které by měly splňovat pravidlo solventnosti, tedy doba obrátu pohledávek by měla být kratší, než doba obrátů závazků. Z níže uvedeného grafu je však zřejmé, že pravidlo solventnosti společnost CHERRY TOUR s.r.o. splňovala pouze v letech 2011 a 2012, v následujících dvou letech doba obrátu pohledávek mírně převyšovala dobu obrátu závazků a v roce 2015 jsou hodnoty těchto dvou ukazatelů vyrovnané.

Graf 3.14: Ukazatele aktivity v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

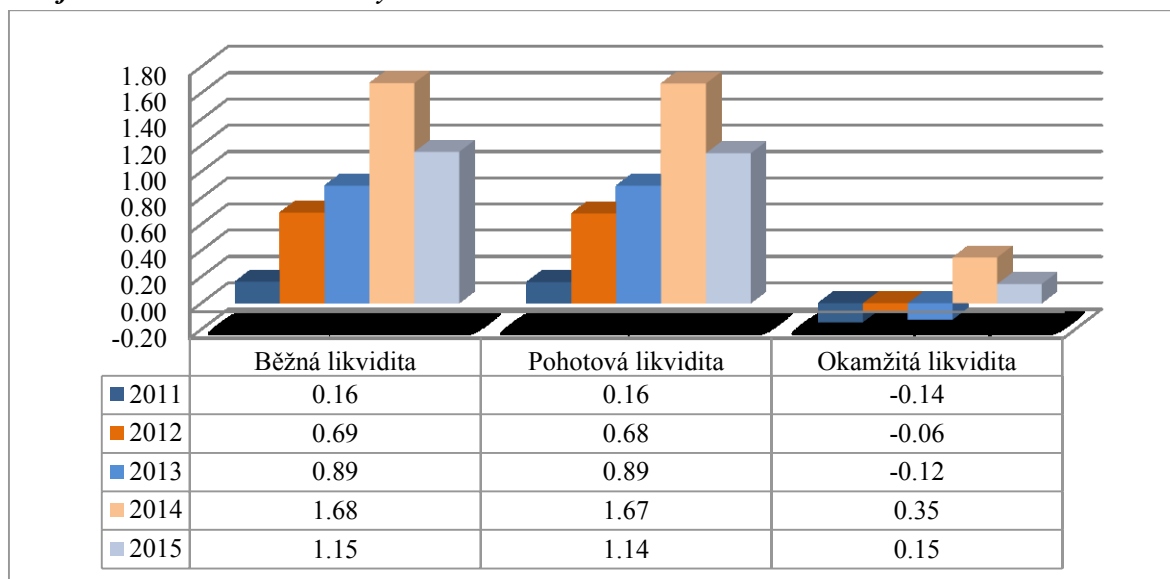
Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity poskytují informaci o tom, jaká je schopnost podniku přeměnit aktiva na hotovost popř. její ekvivalent. Likvidita úzce souvisí také se solventností podniku, což je schopnost podniku hradit své závazky včas. Ukazatele likvidity však

vycházejí ze schopnosti podniku hradit své **krátkodobé závazky** a jsou tedy měřítkem krátkodobého rizika.

Na ukazatele likvidity lze nahlížet ze dvou pohledů. Prvním z nich je pohled ze strany věřitelů a bank, které vyžadují co nejvyšší likviditu podniku. Z hlediska samotného podniku však není příliš vysoká likvidita vhodná a to zejména proto, že to svědčí o neproduktivním a zbytečném vázání peněžních prostředků a o možném narušení provozního cyklu společnosti. Výpočet ukazatelů likvidity proběhl pomocí vzorců 2.14 - 2.16 a výsledky jsou znázorněny v následujícím grafu.

Graf 3.15: Ukazatele likvidity v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

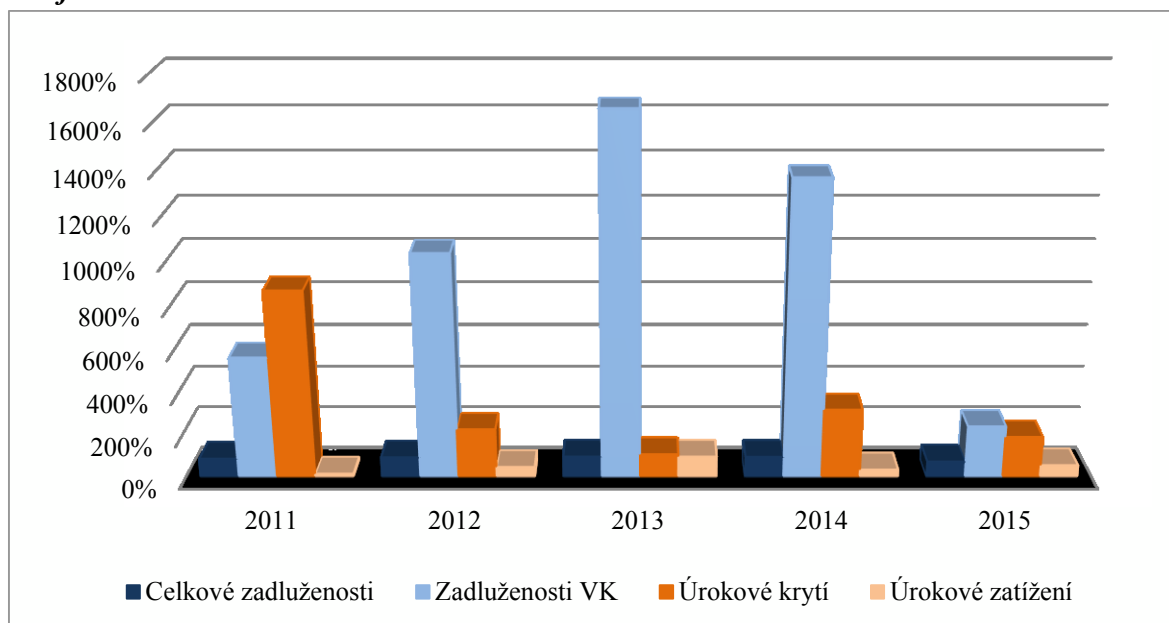
Z grafu je zřejmá růstová tendence jak běžné, tak pohotové likvidity podniku. Jak již bylo řečeno v teoretické části práce, u běžné likvidity je ideální hodnota ukazatele v rozmezí od 1,6 do 2,5, což cestovní kancelář CHERRY TOUR s.r.o. splňuje pouze v roce 2014. Pohotová likvidita by měla být v intervalu $<1,0; 1,5>$, čehož se firmě povedlo dosáhnout v posledních dvou letech. Co se týče okamžité likvidity, ta zde ve všech sledovaných obdobích vykazuje velmi nízké a zároveň kolísavých hodnot, což je dáno minimálním množstvím nejlikvidnějšího aktiva podniku, a tím jsou peněžní prostředky.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti popisují vztah mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji podniku. U hodnocení zadluženosti je vhodné kombinovat ukazatele založené na veličinách z rozvahy, spolu s veličinami z tokového výkazu zisku a ztráty. Ukazatele

zadluženosti byly vypočítány dle vzorců 2.18 - 2.21 a výsledky jsou znázorněny v následujícím grafu.

Graf 3.16: Ukazatele zadluženosti v % v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

Jak je patrné z výše uvedeného grafu, nejradikálnější vývoj má ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu. V podstatě se jedná o poměr cizího a vlastního kapitálu v podniku. Zadlužení VK mělo obrovský nárůst, přičemž nejvyšší hodnoty, a to extrémních 1660%, dosahovalo v roce 2013. Tento fakt byl zapříčiněn zejména extrémním nárůstem dohadných účtů pasivních a to z toho důvodu, že v roce 2013 společnost účtovala ve zkráceném hospodářském roce, a to od 1.1.2013 do 31.10.2013³⁴. V posledních dvou letech lze zaznamenat obrovský pokles zadluženosti VK firmy, což znamená, že firma směřuje k vlastním zdrojům financování.

Co se týče celkové zadluženosti podniku, i ta je vyšší, než 65%, což je průměrná zadluženost v daném odvětví. [29] Celková zadluženost společnosti dosahovala až 94%, poslední dva roky má však tendenci klesat a s ohledem na plány společnosti do dalších let lze očekávat pokles i nadále.

3.4.4 Analýza soustav ukazatelů

Analýza soustav ukazatelů vychází z předešlých výpočtů poměrových ukazatelů finanční analýzy. Hodnocení podniku pomocí těchto ukazatelů je komplexní a dává nám

³⁴ Změnu hospodářského roku učinila společnost z důvodu trvání hlavní sezóny od května do září.

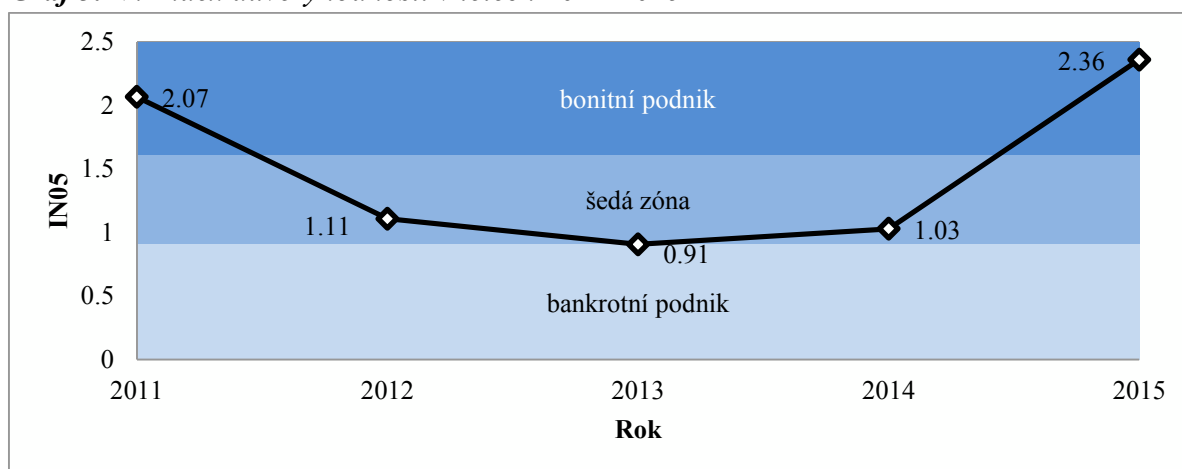
informaci o finančním zdraví podniku. V této kapitole budou provedeny dvě nejvyužívanější metody. První z nich bude bankrotní model Index důvěryhodnosti a druhou pak bonitní model Altmanovo Z-skóre.

Index důvěryhodnosti

Dle Indexu důvěryhodnosti, jehož výsledky jsou zakresleny v následujícím grafu, se cestovní kancelář CHERRY TOUR s.r.o. jeví v roce 2015 jako **bonitní podnik**. Jako bonitní podnik byl hodnocený podnik dle této metody označen také v roce 2011, zatímco v čase mezitím se jevil spíš v tzv. „šedé zóně“.

Dílčí výpočty Indexu důvěryhodnosti byly vypočítány dle vzorce 2.22 a jsou k nahlédnutí v Příloze č. 5. Jak je vidět již ze samotného vzorce, největší váhu má ukazatel Z/A (neboli ROA), který je v podniku sice na velmi nízké úrovni, ale zato dá se říci stabilní. Největší kolísání v čase v rámci Indexu důvěryhodnosti pak vykazuje ukazatel Z/nákladové úroky, což je zapříčiněno rostoucími nákladovými úroky a nepravidelným vývojem zisku (EBIT).

Graf 3.17: Index důvěryhodnosti v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

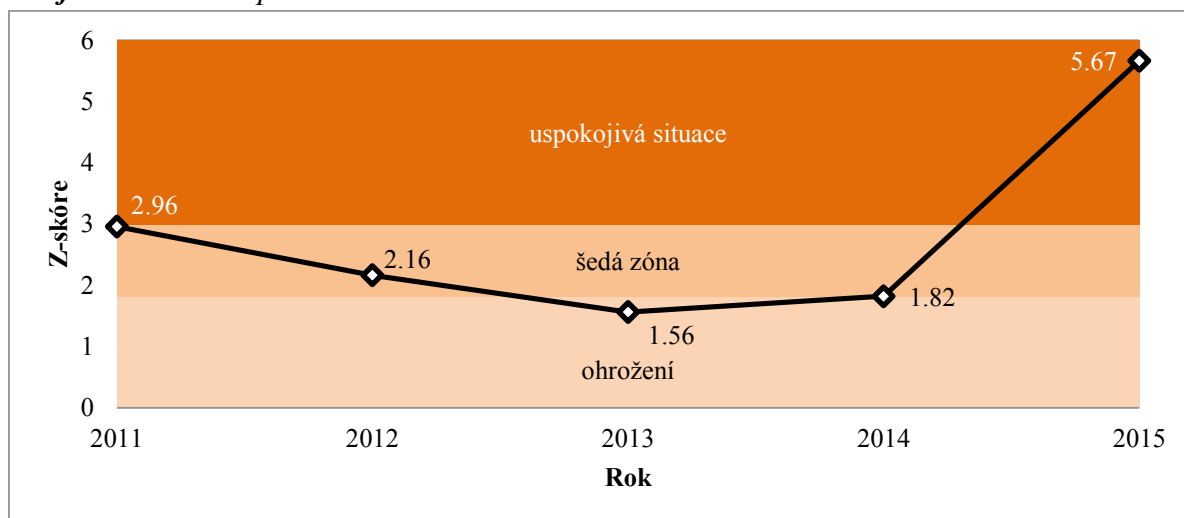
Altmanovo Z-skóre

Altmanovo Z-skóre bylo vypočteno, jak již bylo naznačeno v teoretické části práce, dle dvou vzorců.

Prvním z nich byl vzorec uzpůsobený pro ekonomiku České republiky. Dle tohoto vzorce (2.23) lze pro podnik do budoucna předpovídat **uspokojivou finanční situaci** (viz **Graf 3.18**), a to i přesto, že se v předchozích letech jevil v „šedé zóně“, až dokonce dle

zvolené metody byl v roce 2013 ohrožen vážnými finančními problémy, v čemž se jistě odráží vysoká zadluženost vlastního kapitálu.

Graf 3.18: Z-skóre pro ekonomiku ČR

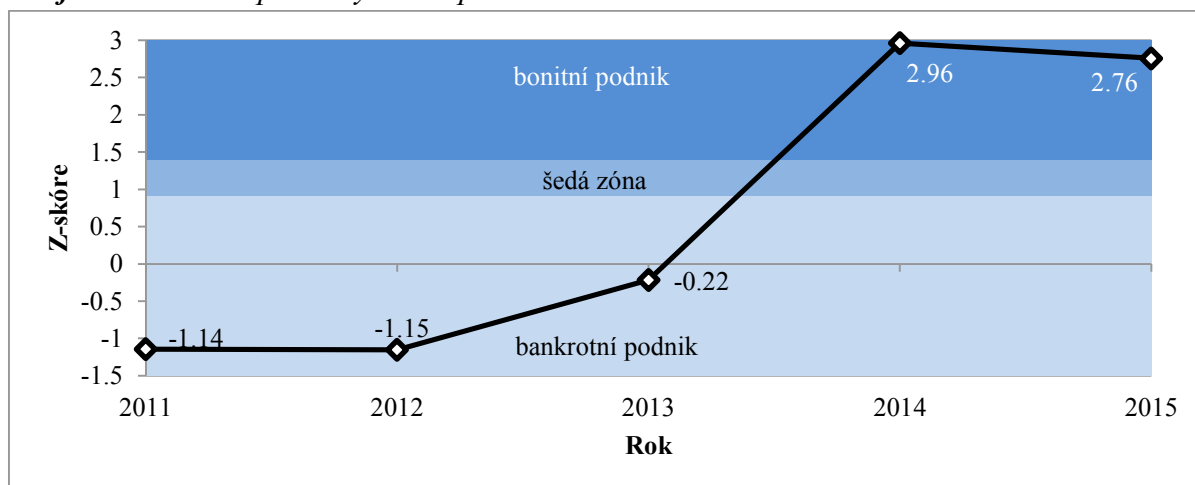


Zdroj: vlastní zpracování

Druhý výpočet proběhl dle vzorce 2.24, což je výpočet Z-skóre přizpůsobený pro nevýrobní společnosti. Výsledky jsou zaznamenány v grafu 3.19.

Zatímco předchozí dvě metody vykazovaly obdobné výsledky, zde se situace trochu liší. V prvních dvou grafech je vidět nejdříve klesající trend, který je následován růstem a dostáním se podniku do bonitní zóny. Dle Z-skóre pro nevýrobní podniky však společnost byla po celou dobu v tzv. „krizové zóně“, kdy byla vážně finančně ohrožena a až poslední dva sledované roky se dostala do „bezpečné zóny“. Výpočty dílčích ukazatelů Altmanova Z-skóre jsou uvedeny v Příloze č. 6.

Graf 3.19: Z-skóre pro nevýrobní společnosti



Zdroj: vlastní zpracování

3.5 SWOT analýza

SWOT analýza je velmi důležitou analýzou pro celkové stanovení hodnoty podniku a je v podstatě pokračováním strategické analýzy podniku. Díky SWOT analýze podnik lehce identifikuje své silné a slabé stránky, které vychází z interního prostředí podniku, a které má tedy téměř úplně ve své kompetenci, ale také příležitosti a ohrožení, které přichází zvenčí, a na které se může připravit, reagovat na ně, popř. využít ve svůj prospěch. SWOT analýza je vždy do určité míry subjektivní dle hodnotitele, proto je potřeba vnesení do analýzy názoru nezávislého oceňovatele. Vychází z výše uvedených analýz prostředí a přihlíží také k finanční analýze podniku.

Silné stránky

- 17 let zkušeností v oboru, 17 let historie jména CHERRY, 6 let historie s novou právní formou s.r.o.;
- Vlastní kapacity (vlastněné dceřinou společností CHERRY d.o.o.) využívané k hlavní podnikatelské činnosti;
- Dobré vztahy s majiteli kempů, o které je největší zájem;
- Rostoucí objem prodaných služeb a doplňkových produktů a s tím související rostoucí počet spokojených klientů a růst dobrého jména společnosti;
- Kvalifikovaná pracovní síla;
- Podnik v posledním roce hodnocení (rok 2015) splňuje pravidlo solventnosti, tedy doba obratu závazků je větší, než doba obrátů pohledávek;
- Nové, moderní webové stránky a jejich SEO.

Slabé stránky

- Vysoká zadluženost společnosti (zadlužení VK i celková zadluženost);
- Vysoké náklady na provoz podnikatelské činnosti;
- Nízká rentabilita podniku;
- Nízká běžná likvidita podniku.

Příležitosti

- Možnost poskytnutí dotací ať už státních či od EU;
- Nízká cena pohonných hmot;

- Zatraktivnění a zmodernizování lokalit, kde společnost nabízí ubytování;
- Devalvace chorvatské měny (HRK).

Ohrožení

- Evropská migrační krize a s ní spojené předsudky jak stálých tak potenciálních klientů;
- Hrozba teroristických útoků;
- Změny zákonů souvisejících ať už přímo, či nepřímo, s činností provozování cestovních kanceláří a s tím související zpřísnění nároků pojišťoven na pojištění cestovní kanceláře proti úpadu;
- Růst cen energií a pohonných hmot, což by automaticky znamenalo nárůst cen poskytovaných služeb a mohlo by to vést ke snížení zájmu klientů;
- Vzhledem k ostatním regionům ČR je v Moravskoslezském kraji vyšší odvětvová konkurence, která však není přímá k podniku CHERRY TOUR s.r.o.;
- Změna preferencí klientů co se místa trávení dovolené týče.

3.6 Finanční plán

Dalším logickým krokem v celém procesu oceňování podniku je sestavení finančního plánu a to zejména z toho důvodu, že výnosová metoda diskontovaných peněžních toků, která bude v této práci využita pro stanovení hodnoty cestovní kanceláře CHERRY TOUR s.r.o., vychází právě z plánovaných výkazů společnosti. Prognóza rozvahy a výkazu zisku a ztráty bude sestavena na následujících 5 let (tedy od roku 2016 do roku 2020) a bude vycházet z očekávání vedení firmy. Podrobné plánované výkazy jsou uvedeny v Příloze č. 7 a 8.

3.6.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Nejvýznamnější položkou VZZ je přidaná hodnota, která je rozdílem výkonů společnosti a výkonové spotřeby. Společnost plánuje v roce 2016 navýšit výkony o 3 mil. Kč, což je zhruba 20% a v následujících letech pak plánuje konstantní růst ve výši cca 3% (500 – 1000 tis. Kč). Výkonová spotřeba pak za posledních 5 let vždy představovala zhruba 90% výkonů a s tímto podílem se tedy počítá i nadále.

Další položkou VZZ jsou tržby za prodej zboží a náklady vynaložené na prodané zboží. Jelikož se jedná o cestovní kancelář prodávající služby, je zřejmé, že tyto položky

jsou oproti výkonům již minimální. Prodejem zboží je zde myšleno zejména prodej hotových, vakuovaných jídel, což je doplňkovým produktem portfolia podniku, ale také zde lze zařadit například tržby z prodeje lístků na každoročně pořádaný ples apod. V roce 2016 se zde opět počítá s 20% nárůstem, následující roky se pak jedná o meziroční nárůst ve výši 5%. Náklady vynaložené na prodej zboží jsou pak vždy ve výši cca 80% z těchto tržeb.

Co se týče osobních nákladů firmy, což jsou mzdy zaměstnanců vč. odvodů, ty se odvíjí od vyhraněného rozpočtu a plánované inflace. V roce 2016 má firma vyhraněný rozpočet pro zaměstnance ve výši 1 100 tis. Kč. V roce 2017 se počítá s nárůstem ve výši plánované inflace, tedy 1% a následující roky pak s nárůstem o 2%.

Společnost CHERRY TOUR s.r.o. nedisponuje velkým množstvím dlouhodobého hmotného majetku a proto ani nemá vysoké odpisy. Společnost odpisuje pouze automobily, které má v plánu koupit jeden v roce 2016 a další v roce 2018. Jejich pořizovací cena je 250 000 Kč za jeden, přičemž hodlá odepisovat již v prvním roce používání a to daňovými, lineárními odpisy.

Do ostatních provozních výnosů firma řadí především výnosy ze zprostředkování pojištění klientů, které jsou na rok 2016 firmou prognózovány ve výši 600 tis. Kč, a v dalších letech se počítá s meziročním nárůstem o 10%. Ostatní provozní náklady pak tvoří vždy 90% z výnosů.

Další položkou VZZ jsou nákladové úroky, které jsou vypočítány dle vzorce (2.26) a činí cca 12% z dlouhodobých závazků společnosti.

Daň z příjmů je plánovaná v konstantní výši 19% z výsledku hospodaření, jelikož se do budoucna neočekává její zvýšení.

3.6.2 Plánovaná rozvaha

Při prognózování rozvahy je nezbytně nutné myslet na dodržení bilančního pravidla, kdy se aktiva musí rovnat pasivům.

Co se týče dosavadního vývoje celkových aktiv a zároveň také celkových pasiv, nebyl zaznamenán žádný trend, ba naopak, hodnoty v posledních 5 letech výrazně kolísaly. Prognóza je proto postavena na předpokladu, že rok 2015 byl zásadní, tzv. odrazový, kdy byly učiněny velké investice (zejména v rámci dceřiné společnosti CHERRY d.o.o.) a lze nyní predikovat počátek konstantního růstu společnosti.

Na dlouhodobém majetku společnosti se zásadním způsobem podílí finanční majetek, který je konstantní ve výši 1 335 tis. Kč a jedná se o majetkový podíl na dceřiné společnosti CHERRY d.o.o. Součástí dlouhodobého majetku je také hmotný majetek, každoročně snižován o výši odpisů.

Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky, u kterých se v roce 2016 očekává nárůst oproti minulému roku o 30%, přičemž následující rok se plánuje nárůst o 10% a další roky konstantní meziroční přírůstek ve výši 20%.

U krátkodobých finančních aktiv (tedy peněz na účtu a v pokladně) se jejich výše v roce 2016 odhaduje o 75% vyšší než v roce 2015 a další roky se předpokládá 20% meziroční nárůst. V roce 2018 však společnost plánuje zakoupení vozidla ve výši 250 tis. Kč, tudíž bude krátkodobý finanční majetek o tuto částku snížen. Ostatní aktiva si podnik (stejně jako ostatní pasiva) stanovil sám.

Co se týče strany pasiv v rozvaze, společnost neplánuje zvýšit základní kapitál, ten proto zůstává na úrovni 200 tis. Kč. Společnost však plánuje nadále tvořit rezervní fond, a to ve výši 10% z výsledku hospodaření běžného účetního období.

Výsledek hospodaření je do rozvahy dosazován z VZZ.

Na cizích zdrojích se majoritně podílí krátkodobé závazky firmy, které zároveň tvoří největší část celkových pasiv. V následujících dvou letech se výše krátkodobých závazků odhaduje na 60% z celkových pasiv, přičemž další roky se počítá vždy s 5% nárůstem.

Mezi cizí zdroje patří také dlouhodobé závazky, které zde znamenají závazky vůči majiteli podniku, které jsou úročeny 12% sazbou. Tyto závazky však firma plánuje splácet, tudíž se předpokládá jejich meziroční 15% snížení.

3.7 Ocenění podniku dle vybraných metod

Ocenění společnosti CHERRY TOUR s.r.o. proběhne k datu 1.11.2015 na základě tří různých analýz.

Pro stanovení hodnoty budou popsány dvě základní výnosové metody, které jsou podrobně popsány v teoretické části práce, a těmi jsou metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaného čistého zisku. Doplnkovou metodou bude také metoda účetní hodnoty společnosti, založená na principu historických cen.

3.7.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

První metodou pro stanovení hodnoty společnosti je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity). Jelikož se počítá s nekonečně dlouhou životností podniku, bude provedena dvoufázová verze této metody.

Prvním krokem metody DCF entity je vymezení budoucích peněžních toků, tedy predikce hodnot některých veličin na 5 let dopředu (tedy na roky 2016-2020, viz kapitola Finanční plán). V tomto kroku je nejdříve nejdůležitější určit si provozně nutný dlouhodobý majetek a pracovní kapitál, jejichž součet bude hodnotou provozně nutného investovaného kapitálu (viz Tab. 3.2). Provozně nutný investovaný kapitál se určuje jak pro rok 2015, tak na následujících 5 let a vychází z plánované rozvahy.

Tab. 3.2: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Dlouhodobý nehmotný majetek	+	0	0	0	0	0	0	tis. Kč
Dlouhodobý hmotný majetek	+	11	223	167	334	223	111	tis. Kč
Dlouhodobý majetek provozně nutný	=	11	223	167	334	223	111	tis. Kč
Zásoby	+	18	18	18	18	20	21	tis. Kč
Pohledávky	+	1 774	2 306	2 537	3 044	3 653	4 384	tis. Kč
Krátkodobý finanční majetek	+	259	453	544	403	483	580	tis. Kč
Ostatní aktiva	+	15	15	15	15	15	15	tis. Kč
Krátkodobé závazky	-	1 781	2 610	2 770	3 347	4 010	4 835	tis. Kč
Ostatní pasiva	-	0	81	107	98	46	-63	tis. Kč
Pracovní kapitál provozně nutný	=	285	101	237	35	115	228	tis. Kč
INVESTOVANÝ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ	=	296	324	404	369	337	339	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Dále je nutné vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním (viz Tab. 3.3), který se provádí opět na 5 let dopředu, a tentokrát vychází z predikovaného výkazu zisku a ztráty.

Tab. 3.3: Výpočet korigovaného provozního VH před zdaněním

		2016	2017	2018	2019	2020	
Výkony	+	17 994	18 534	19 090	19 663	20 252	tis. Kč
Výkonová spotřeba	-	16 358	16 849	17 354	17 875	18 411	tis. Kč
Přidaná hodnota	=	1 636	1 685	1 735	1 788	1 841	tis. Kč
Osobní náklady	-	1 100	1 111	1 133	1 156	1 179	tis. Kč
Daně a poplatky	-	3	4	4	4	5	tis. Kč
Odpisy	-	28	56	83	111	111	tis. Kč
Ostatní provozní náklady	-	540	594	653	719	791	tis. Kč
Ostatní provozní výnosy	+	600	660	726	799	878	tis. Kč
KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VH PŘED ZDANĚNÍM	=	565	580	588	596	634	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je potřeba upravit korigovaný provozní výsledek hospodaření o daň, která je ve výši 19%. Abychom zjistili **volný peněžní krok** (viz Tab. 3.4), je nutné od korigovaného provozního VH po zdanění odečíst investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu a přičíst výši odpisů za daný rok.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, a stejně tak investice do provozně nutného pracovního kapitálu se vypočtou jako meziroční změna výše provozně nutného dlouhodobého majetku (potažmo pracovního kapitálu) plus odpisy.

Tab. 3.4: Výpočet volného peněžního toku

		2016	2017	2018	2019	2020	
Korigovaný provozní VH před daněmi	+	565	580	588	596	634	tis. Kč
Upravená daň	-	107	110	112	113	120	tis. Kč
Korigovaný provozní VH po zdanění	=	458	470	476	483	513	tis. Kč
Odpisy	+	28	56	83	111	111	tis. Kč
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-	239	0	250	0	0	tis. Kč
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-	-156	191	-119	191	224	tis. Kč
FCFF	=	402	334	428	403	400	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším stěžejním krokem pro vypočtení hodnoty podniku v 1. fázi metody je stanovení nákladů kapitálu dle vzorce 2.25.

Hodnota celkového, cizího a vlastního kapitálu je převzata z predikované rozvahy pro roky 2016-2020. Hodnota **daňové sazby** je konstantní na úrovni **19%**. Hodnota **nákladů na cizí kapitál** byla vyčíslena dle vzorce (2.26) jako podíl nákladových úroků a

dlouhodobých závazků na úrovni **12%**. Hodnota vlastního kapitálu pak byla vypočtena za pomoci stavebnicové metody, jako součet hodnoty výnosnosti bezrizikových desetiletých státních dluhopisů (pro 03/2016 = 0,35%)³⁵ a přírážky za riziko jako celek (18%), která je založena na základě charakteristiky podniku dle Maříka (1998, s. 128). Celková výše **nákladů vlastního kapitálu je tedy 18,46%**.

Po vypočtení WACC je dále nutno vyčíslit odúročitele na jednotlivé predikované roky. Po vypočtení odúročitele se jím pak v jednotlivých letech diskontuje volný peněžní tok (FCFF) a vyjde diskontovaný volný peněžní tok. Suma diskontovaných peněžních toků je pak hodnota podniku v 1. fázi metody DCF entity (viz vzorec 2.27).

Tab. 3.5: Výpočet hodnoty podniku v 1. fázi metody DCF entity

		2016	2017	2018	2019	2020	
FCFF		402	334	428	403	400	tis. Kč
Odúročitel (na úrovni WACC)	·	0,90	0,80	0,72	0,65	0,59	tis. Kč
Diskontovaný FCFF	=	361	268	309	263	236	tis. Kč
HODNOTA 1. FÁZE	Σ			1 437			tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní přichází na řadu výpočet hodnoty podniku v 2. fázi metody dle Gordonova vzorce. Před samotným výpočtem hodnoty 2. fáze je nutno stanovit FCFF pro rok 2021 a tzv. pokračující hodnotu. Volný peněžní tok pro rok 2021 se vypočte jako součin $FCFF_{2020}$ a tempa růstu (g) pro následující roky, které se odhaduje na úrovni plánované inflace a to 3%. Pokračující hodnota je pak podílem $FCFF_{T+1}$ a rozdílu WACC a tempa růstu (g). Hodnota 2. fáze se pak vypočítá jako součet druhého a třetího zlomku ve vzorci 2.30.

Tab. 3.6: Výpočet hodnoty podniku v 2. fázi metody DCF entity

FCFF _{T+1}	412	tis. Kč
tempo růstu g pro následující roky	3%	
WACC	11%	
odúročitel pro rok 2020	0,58	
Pokračující hodnota (PH)	4 858	tis. Kč
HODNOTA 2. FÁZE	2 861	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Celková hodnota podniku CHERRY TOUR s.r.o. se rovná součtu hodnot podniku v 1. a 2. fázi metody diskontovaných peněžních toků.

³⁵ Česká národní banka. [online]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=201604&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C#dump

Tab. 3.7: Výpočet celkové hodnoty podniku

Hodnota 1. fáze	1 437	tis. Kč
Hodnota 2. fáze	2 861	tis. Kč
Hodnota celková (brutto)	4 298	tis. Kč
Úročený cizí kapitál	617	tis. Kč
Hodnota celková (netto)	3 681	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož metoda DCF entity vychází z volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele, které jsou diskontovány celkovými náklady kapitálu, je nutno od celkové hodnoty podniku (brutto) ještě odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu společnosti (ke dni ocenění), aby nám vyšla hodnota netto.

Celková **výnosová hodnota podniku CHERRY TOUR s.r.o.** stanovená metodou diskontovaných peněžních toků je **3 681 tis. Kč**.

3.7.2 Metoda kapitalizovaného čistého zisku

Metoda kapitalizovaného čistého zisku je další z kategorie výnosových metod. Na rozdíl od metody DCF však vychází z minulosti a pracuje s aktuálními reprodukčními cenami, nikoliv s cenami historickými. Jak bylo řečeno v teoretické části práce, existují dva druhy metody kapitalizovaného čistého zisku – analytická a paušální. Pro stanovení hodnoty podniku CHERRY TOUR s.r.o. bude proveden paušální výpočet této metody.

Tab. 3.8: Výpočet VH upraveného o inflaci a váhy

		2011	2012	2013	2014	2015
VH před zdaněním		415	108	16	376	257
Odpisy	+	128	0	101	81	58
Finanční výnosy	-	0	23	6	14	5
Finanční náklady	+	78	85	42	24	281
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-	0	280	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	+	0	0	271	0	77
Upravený VH před odpisy	=	621	-110	424	467	668
Cenový index řetězový		1,019	1,033	1,014	1,04	1,03
Cenový index bazický		0,891	0,921	0,934	0,971	1,000
Upravený VH o inflaci		697	-119	454	481	668
Váhy		0	0	1	2	3
VH upravený o inflaci a váhy		0	0	454	962	2 004

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je zřejmé z Tab. 3.8, prvním krokem pro stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizace čistého zisku je upravení výsledku hospodaření. Dle Maříka (2011) je vhodné

upravit původní VH před zdaněním zejména o odpisy, abychom získali VH před odpisy a dále o výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem. Jelikož se jedná, jak již bylo řečeno, o metodu počítanou v reprodukčních cenách, je nutné upravený VH před odpisy ještě upravit pomocí bazických cenových indexů vztažených k roku 2015, které jsou spočítány jako podíl bazického a řetězového indexu pro následující rok. Podílem upraveného VH před odpisy a cenového indexu bazického získáme upravený VH o inflaci. Dále je zapotřebí odstranit extrémní hodnoty, aby se předešlo zkreslení výsledků a stanovit si váhy pro jednotlivá období. Ty se zpravidla určují tak, že čím je vzdálenější období od data oceňování podniku, tím je váha menší. Součinem upraveného VH o inflaci a váhou v daném roce získáme VH upravený o inflaci a váhy.

Dalším krokem (viz tabulka 3.9) je stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy, který se vypočte jako podíl celkového VH upraveného o inflaci a váhy a celkového součtu vah. Dále je nutno od získané hodnoty odečíst výši odpisů v reprodukčních cenách, které byly ke dni ocenění po konzultaci s majitelem podniku oproti účetní hodnotě navýšeny o 2 tis. Kč na konečných 60 tis. Kč. Od vypočtené hodnoty je nutno odečíst také daň ve výši 19%. Posledním krokem pro získání hodnoty podniku je zapotřebí odečíst kalkulovanou úrokovou míru, která se vypočítá dle tabulky 2.3 v teoretické části této práce.

Tab. 3.9: Výpočet celkové hodnoty podniku metodou kapitalizace čistých výnosů

Celkový UVH		3 420 tis. Kč
Suma vah	/	6
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	=	570 tis. Kč
Odpisy	-	60 tis. Kč
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	=	510 tis. Kč
Daň	-	0,19
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	=	413 tis. Kč
Kalkulovaná úroková míra	/	0,1635
Hodnota podniku (netto)	=	2 527 tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Další odlišností od metody DCF je fakt, že metoda kapitalizovaných čistých zisků vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku a nemusíme zde odpočítávat ještě hodnotu úročených závazků, jak tomu bylo právě u DCF entity. **Hodnota podniku stanovená metodou kapitalizovaných čistých zisků je 2 527 tis. Kč.**

3.7.3 Účetní hodnota podniku

Zjištění hodnoty účetní hodnoty podniku bylo provedeno pomocí jednoduchého výpočtu. Základem bylo vyčíslení účetní hodnoty celkových aktiv a celkových dluhů společnosti za rok 2015. Rozdíl těchto dvou hodnot je pak účetní hodnotou. **Ke dni 1.11.2015 byla účetní hodnota společnosti CHERRY TOUR s.r.o. vyčíslena na 1 005 tis. Kč.**

4 Interpretace a zhodnocení výsledků

Stanovení hodnoty cestovní kanceláře CHERRY TOUR s.r.o. bylo provedeno k datu 1.11.2015 za pomoci tří různých vybraných metod. Hlavním zdrojem pro vypracování praktické části diplomové práce byly zejména firmou poskytnuté účetní výkazy za roky 2011-2015, tj. rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Prakticky se dá celé šetření finančního zdraví podniku, zjištění jeho hodnoty a ekonomické situace rozdělit do tří základních částí.

V první části byla provedena strategická analýza podniku, při které byly zjištěny faktory, které na podnik nevyhnutelně působí a ovlivňují jej. Z oblasti makroprostředí podnik nejvíce ovlivňují **ekonomické faktory**, jakými jsou míra nezaměstnanosti a průměrná měsíční mzda obyvatel, a to především proto, že se jedná o cestovní kancelář, jejíž služby klienti vyhledávají pouze v případě, že mají dostatek finančních prostředků (rozhodně se nejedná o životně důležitou potřebu). V posledních letech je situace v oblasti podnikání v cestovním ruchu velmi nahnutá a každoročně upadá do likvidace několik cestovních kanceláří. Proto na tuto situaci také reagují mnohé úpravy v zákonech, které se snaží o co největší zabezpečení klientů těchto podniků. Na tyto změny musí být společnost také připravena a musí umět na ně včas a vhodně reagovat.

V druhé části byla provedena finanční analýza, součástí které byla vertikální a horizontální analýzy rozvahy a VZZ, poměrová analýza vybraných ukazatelů a provedení bonitního a bankrotního modelu. Z vertikální analýzy rozvahy je zřejmé, že podnik nedisponuje velkým množstvím majetku, převážnou většinu aktiv tvoří aktiva oběžná. Co se týče kapitálové struktury společnosti, podnik žije z více než **80% z cizích zdrojů**. Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty je možné vyčíst vývoj jednotlivých výsledků hospodaření a celkového výsledku hospodaření za běžné období v čase. Pro podnik CHERRY TOUR s.r.o. je nejdůležitější sledovat provozní VH, který tvoří největší část VH za běžné období. **Provozní výsledek hospodaření** měl v prvních dvou sledovaných letech klesající tendenci, nicméně od roku 2013 roste, což je zapříčiněno zvyšujícím se počtem prodaných zájezdů a zároveň zvyšováním ubytovacích kapacit.

U analýzy poměrových ukazatelů byly nejdříve vypočítány ukazatele rentability. Z ukazatelů rentability má nejvýraznější vývoj ukazatel rentability vlastního kapitálu, který dosahoval jak hodnot přes 100%, tak také hodnoty záporné (-0,7%). Prakticky lze říci, že až v posledních dvou sledovaných letech se ukazatel v rámci možností stabilizuje a do

budoucná se očekává udržení jeho hodnoty okolo 40%. U ukazatelů aktivity, které hodnotí vázanost kapitálu společnosti, je do budoucna zapotřebí, aby podnik dodržoval **pravidlo solventnosti**, které mu pomáhá vyhnout se situaci, kdy by nebyl schopen hradit své závazky v dané výši a včas, čímž by se mu mohly zbytečně navyšovat penále, popř. by se mohl dostat do platební neschopnosti. Z ukazatelů likvidity by se podnik měl zaměřit zejména na běžnou likviditu, kterou by měl udržovat nad hodnotou 1 a snažit se ji zvyšovat, ať už zvyšováním oběžných aktiv (zásob, krátkodobých závazků, penězi či peněžními ekvivalenty), nebo snižováním krátkodobých závazků. Poslední kategorií počítaných poměrových ukazatelů byly ukazatele zadluženosti. Zde měl nejradikálnější vývoj **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu**, který v roce 2013 vystoupal až na 1660%. V posledním hodnoceném roce poklesl na 240%, což je však stále vysoká hodnota. Do budoucna se dle plánovaných výkazů společnosti předpokládá zadluženost VK stále v rozmezí 300-400%. Vlastní kapitál společnosti je tvořen základním kapitálem, vloženým do společnosti a majetkem, tvořeným její činností. Jednou z možností, jak řešit tuto situaci je například **zvýšení samotného základního kapitálu společnosti**, a to buď zvýšením vkladů stávajících společníků (může se jednat jak o peněžité, tak nepeněžité vklady), případně vložením vkladů nových osob. Zvýšení základního kapitálu společnosti by vyřešilo také problém s celkovou zadlužeností firmy, která je a do budoucna (v případě neřešení situace) bude sice únosná, ale vyšší, než je oborový průměr.

Jelikož společnost CHERRY TOUR s.r.o. měla ve sledovaném období ve svých výkazech obrovské výkyvy, které byly bezpochyby dány snažením se o rozvoj podniku v podobě rozšiřování kapacit, nabíráním a následným využíváním půjček apod., nabízí se zde doporučení pro firmu v podobě **zavedení výkazu cash-flow**, který doposud nevede. Tento účetní výkaz je vhodné vést, ať už se jedná o velký, nebo malý podnik, jelikož dává informaci o peněžních tocích v podniku, které jsou důležitou veličinou, jelikož vypovídají o schopnosti podniku generovat peníze.

Výsledky bonitního modelu (Indexu důvěryhodnosti) a bankrotního modelu (Altmanova Z-skóre) jsou v posledním sledovaném období příznivé pro podnik CHERRY TOUR s.r.o., jelikož podnik zobrazují jako společnost, která je bonitní a lze u ní **předpovídat příznivý finanční vývoj** do dalších let.

V třetí části hodnocení společnosti byly aplikovány tři metody pro stanovení hodnoty podniku, jejichž výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 4.1: Hodnota podniku CHERRY TOUR s.r.o. dle vybraných metod

Metoda	Výsledná hodnota	
Metoda DCF entity	3 681	tis. Kč
Metoda kapitalizovaných čistých zisků	2 527	tis. Kč
Účetní hodnota	1 005	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

První aplikovanou metodou pro stanovení hodnoty společnosti CHERRY TOUR s.r.o. byla metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity), která hodnotí podnik jako celek. Z toho důvodu, že se u podniku předpokládá dlouhodobá existence, byla zvolena dvoufázová metoda. Metoda DCF entity vychází z budoucích dat, proto bylo nejdříve zapotřebí sestavit finanční plán na 5 let dopředu. Jelikož se jedná o cestovní kancelář, u které je velmi obtížné predikovat budoucí vývoj, a to z důvodu působení mnoha faktorů, které firma může jen stěží ovlivnit (jak bylo řečeno v kapitole Strategická analýza), nejsou ve finančním plánu predikovány žádné radikální změny, ale spíše se předpokládá mírný vzestup společnosti. **Stanovená hodnota společnosti metodou DCF entity vyšla ve výši 3 681 tis. Kč** a lze ji považovat za vrchní hranici hodnoty podniku.

Jako druhá byla použita paušální **metoda kapitalizovaných čistých zisků**, která vychází z účetních výkazů za roky 2011-2015. Tato metoda však na rozdíl od metody DCF pracuje s reprodukčními cenami, tudíž výsledky hospodaření musely být přepočítány na aktuální ceny, tzn. upraveny o inflaci a také odhadnuté váhy. **Stanovená hodnota společnosti metodou kapitalizovaných čistých zisků je o něco nižší, než u předchozí metody, v celkové výši 2 527 tis. Kč.**

Poslední zvolenou metodou byla **metoda účetní hodnoty** podniku, která byla vypočítána jako rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a závazků podniku. Jedná se o spodní hranici hodnoty podniku a **k 1.11.2015 činila 1 005 tis. Kč.**

5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo aplikovat teoretické poznatky z oblasti oceňování podniku ke stanovení hodnoty cestovní kanceláře CHERRY TOUR s.r.o. ke dni 1.11.2015 a zhodnotit její finanční zdraví a vývoj v letech 2011-2015.

Práce je rozdělena do dvou částí. Na začátku teoretické části této práce byly vysvětleny základní pojmy, jako je podnikatel, podnik a podnikání. Dále byla provedena kategorizace hodnot, tedy vysvětlení rozdílů mezi jednotlivými druhy hodnot. Třetí částí bylo vysvětlení důvodů pro ocenění, na které navazoval postup oceňování, jehož součástí bylo popsání metod strategické analýzy, které autorka později aplikovala v praktické části práce. Samostatná kapitola byla věnována finanční analýze, jelikož se jedná o podstatnou část při hodnocení finančního zdraví společnosti. Poslední částí teoretické části práce pak bylo seznámení se samotnými metodami pro ocenění podniku, a jelikož tyto metody jsou stěžejní pro dosažení stanoveného cíle práce, u vybraných metod byl také podrobně popsán postup při jejich uplatnění.

Praktická část začínala charakteristikou podniku CHERRY TOUR s.r.o. Po seznámení s hodnocenou společností a popsání jejího portfolia následovala strategická analýza, jejíž součástí byla analýza makro i mikroprostředí. Výsledky makro a mikroprostředí se pak promítly ve SWOT analýze. Další částí praktické poloviny práce byla kompletní finanční analýza firmy. Díky ní byla zhodnocena ekonomické hospodaření firmy v letech 2011-2015. Po finanční analýze následovalo sestavení finančního plánu na roky 2016-2020, které vycházelo nejen z hospodaření podniku v minulých obdobích, ale také z plánů společnosti do budoucna a následných odhadů autorky. Po finančním plánu mohly být konečně provedeny vybrané metody pro stanovení hodnoty společnosti. První metodou byla metoda DCF entity, pomocí které vyšla vrchní hranice hodnoty společnosti, a to ve výši 3 681 tis. Kč. Jako druhá byla použita metoda kapitalizovaných čistých zisků, pomocí které byla stanovená hodnota ve výši 2 043 tis. Kč. Nakonec byla vypočítána hodnota podniku účetní metodou, která byla zase spodní hranicí a to ve výši 1 005 tis. Kč.

Poslední kapitolou práce bylo zhodnocení a interpretace zjištěných výsledků, ve které byla shrnuty nejdůležitější faktory ovlivňující firmu a interpretovány výsledné hodnoty, včetně několika doporučení autorky, jak vylepšit finanční zdraví společnosti CHERRY TOUR s.r.o.

Seznam použité literatury

Knihy, příspěvky ve sborníku

- [1] BLAHA, Zdenek Sid a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2006. ISBN 80-7261-145-3.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [3] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] HRADECKÝ, Mojmír, Jiří LANČA a Ladislav ŠIŠKA. *Manažerské účetnictví*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. ISBN 978-80-247-2471-3.
- [5] KAŠÍK, Josef a Milan MICHALKO. *Podniková diagnostika*. Ostrava: Tandem, 1998. ISBN 80-902167-4-9.
- [6] KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-453-8.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [8] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [9] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [10] KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed., university ed. Hoboken: Wiley, c2010. 837 s. ISBN 978-0-470-42470-4.
- [11] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [12] KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-538-1.
- [13] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. ISBN 978-80-247-2432-4.

- [14] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [15] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [16] MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- [17] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [18] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [19] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.
- [20] SRPOVÁ, Jitka, Martin MOROVICS a Václav ŘEHOŘ. *Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 427 s. ISBN 978-80-247-3339-5.
- [21] VEBER, Jaromír a Jitka SRPOVÁ. *Podnikání malé a střední firmy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 311 s. ISBN 978-80-247-2409-6.
- [22] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

Standardy, zákony

- [23] International Valuation Standards 2011. London: International Valuation Standards Committee, 2011.
- [24] Zákon č. 159/1999 Sb., o některých podmínkách podnikání a o výkonu některých činností v oblasti cestovního ruchu.
- [25] Zákon č. 455/1992 Sb., o živnostenském podnikání ve znění pozdějších předpisů.

Internetové zdroje

- [26] Český statistický úřad. [online]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>
- [27] Zprávy ALFA9. *Martina Vojíková. Novela zákona o podmínkách podnikání v cestovním ruchu.* [online], [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: <http://zpravy.alfa9.cz/absolutenm/templates/zprava.aspx?a=40076>
- [28] Ministerstvo práce a sociálních věcí. [online]. Dostupné z: www.mpsv.cz/
- [29] Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Finanční analýza podnikové sféry za 1. pololetí 2015.* [online], [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument171078.html>
- [30] Ministerstvo pro místní rozvoj ČR. *Novela zákona č. 159/1999 Sb.* [online], [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: [http://www.mmr.cz/cs/Podpora-regionu-a-cestovni-ruch/Cestovni-ruch/Pravo-Legislativa/Prehled-platnych-pravnich-predpisu/Novela-zakona-c-159-99-Sb-o-obsahu-cinnosti-a-vy-\(1\)](http://www.mmr.cz/cs/Podpora-regionu-a-cestovni-ruch/Cestovni-ruch/Pravo-Legislativa/Prehled-platnych-pravnich-predpisu/Novela-zakona-c-159-99-Sb-o-obsahu-cinnosti-a-vy-(1))
- [31] Oceňování podniků, jejich částí a podílů. *Metody oceňování.* [online], [cit. 2016-01-23]. Dostupné z: <http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>
- [32] IDnes. *OKD: Těžba na dole Paskov letos skončí, o práci přijde 1 300 lidí.* [online], [cit. 2016-03-18]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/tezba-na-dole-paskov-konci-095-/ekoakcie.aspx?c=A160303_163254_ekoakcie_neh
- [33] CHERRY TOUR s.r.o. [online], [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: www.cherry-tour.cz

Diplomové práce

- [34] RYBIAŘOVÁ, Tereza. *Návrh vlastního podnikatelského záměru.* Ostrava, 2014. Bakalářská práce. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra podnikohospodářská.
- [35] WOHLMUTHOVÁ, Helena. *Analýza vlastností Altmanova Z-score.* Plzeň, 2007. Bakalářská práce. Západočeská univerzita v Plzni, Fakulta aplikovaných věd, Katedra matematiky.

Seznam zkratek

CK – cestovní kancelář

ČR – Česká republika

ČSÚ – Česká statistický úřad

EAT – Earnings After Taxes – čistý zisk

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes – zisk před úroky a zdaněním

FCFF – Free Cash Flow to the Firm = volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

HRK – Chorvatská kuna (měna)

IČO – identifikační číslo

IVS – International Valuation Standards

MSK – Moravskoslezský kraj

NOZ – nový občanský zákoník

PH – pokračující hodnota

ROA – Return on Assets – rentabilita aktiv

ROCE – Return on Capital Employed – rentabilita investovaného kapitálu

ROE – Return on Equity – rentabilita vlastního kapitálu

ROS – Return on Sales – rentabilita tržeb

SEO – Search Engine Optimalization – Optimalizace pro vyhledávače

UVH – Upravený výsledek hospodaření

VH – výsledek hospodaření

VK – vlastní kapitál

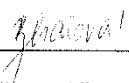
VZZ – výkaz zisku a ztráty

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 22.4.2016


jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

Příloha č. 1: Vertikální analýza rozvahy

Příloha č. 2: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Příloha č. 3: Horizontální analýza rozvahy

Příloha č. 4: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Příloha č. 5: Výpočet Indexu důvěryhodnosti

Příloha č. 6: Výpočet Altmanova Z-skóre

Příloha č. 7: Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Příloha č. 8: Plánovaná rozvaha